全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街价值投资

[美] 安德鲁·史密瑟斯　史蒂芬·赖特／著
by Andrew Smithers & Stephen Wright

q RATIO

避投资风险的基本原则

- 本书作者是纽约证券交易所“预卜吉凶的人”
- 他被认为是当今世界上五位最杰出、最公正和最博学的投资分析家之一

海南出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近年来，股票投资者一直过着高枕无忧的生活。由于受到不断上扬的牛市的鼓舞，他们享尽了前所未有的回报，甚至变得更加欲壑难填，而把风险抛到九霄云外。事实上，在强劲的牛市期，投资存在着固有的风险，这是一条基本原则，然而，大家常常把它忘得一干二净。但是，股市有一种十分灵验的提醒绝招，那就是诺贝尔奖得主詹姆斯·托宾提出来的q比率理论。它指出，当股市达到以前的最高水平时，即达到1929年8月和1968年11月的最高水平，问题不是股票是否会陷入熊市，而是何时陷入熊市。当两个高峰之后都出现熊市时，答案一目了然。每一次的熊市都会使股票的实际价格下跌一半以上。《华尔街价值投资》一书以大量详实的证据说明，现今的股票市场大有估价过高致使投资者蒙受历史最大财政风险之嫌。面对当今盛行的欣快症，该书高瞻远瞩，向您娓娓道来该如何理好财，以防顷刻而至的山崩地陷。

本书并非宣扬股票危险重重，而恰恰相反：它一再向我们保证，长期的投资者大可投资股票——大多数时候是这样。但同时它也告诫大家，在历史的某个时期，股票估价过高，因此，股票完全不是投资的理想场所。而现在恰恰正是这段时期。“了解并能善用q的投资者比那些只采取‘购买－持有’策略的投资者更能冒较低风险，获得较高收益。”太阳明天还会升起吗？当然会，而且永远会。股价会从历史的最高点一落千丈吗？当然会，而且永远会的。《华尔街价值投资》一书指出，q的极值已大大领先于20世纪各主要股市的最高值。“平均回复性”预示着q现在也会随着股价从现在的峰值一路下跌而回落。你可以忽视历史，依旧全力投入。

如果这样，那么本书给你提供了极具说服力的证据，说明你已跃入雷池。然而，你也可以吸取历史教训，相信过去实实在在发生过的事今天还会再次发生。如果这样，本书不但会指点你如何未雨绸缪，防止你的投资组合遭受灭顶之灾，而且还教你如何跟踪q比率，选择最佳时机重返股市——历史上最伟大的财富孵化器。总之，本书会令你大开眼界，心服口服。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

华尔街价值投资

[美] 安德鲁·史密瑟斯 史蒂芬·赖特／著
顾卫红 叶建云／译



RATIO

规避投资风险的基本原则

海南出版社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Valuing Wall Street
by Andrew Smithers
ISBN:0-07-135461-1
Copyright © 2000 by McGraw-Hill Companies,Inc.
Authorized translation from the English language edition published by McGraw-Hill Inc.
All rights reserved. For sale in the People' s Republic of China only.
本书中文简体字版权由海南出版社和美国麦格劳－希尔国际公司合作出版。未经出版者书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

版权所有 翻印必究
版权合同登记号：图字：30-2001-32号

图书在版编目（CIP）数据
华尔街价值投资 ／（美）安德鲁·史密瑟斯（Smithers,A.)等 著；顾卫红 叶建云 译。－海口：海南出版社，2001.6
书名原文：Valuing Wall Street
ISBN7-5443-0141-9
Ⅰ.华 … Ⅱ.①史 … ②顾… ③叶…Ⅲ.证券交易－经济理论
Ⅳ.F.830.91
中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2001)第046132号

华尔街价值投资
作者：（美）安德鲁·史密瑟斯 等
译者：顾卫红 叶建云
责任编辑：刘德军

海南出版社 出版发行

地址：海口市金盘开发区建设三横路2号
邮编：570216
电话：0898-66812776
E-mail:hnbook@263.net
经销：全国新华书店经销
印刷：北京昌平奔腾印刷厂印刷
出版日期：2001年月8第1版 2001年8月第1次印刷
开本：850 × 1230毫米 1/32
印张：12.5
字数：300千字
印数：6000册
书号：ISBN7-5443-0141-9/F · 23
定价：24.80元



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

第一部分 q的情况说明

第 1 章 有关 q 的好消息和坏消息 …………………………（3）
第 2 章 论“q” ……………………………………………………（11）
第 3 章 q 与长线投资者 ……………………………………（23）
第 4 章 q 与竞争 ………………………………………………（35）

第二部分 股市风险与回报

第 5 章 复利的威力（或如何吹嘘股票） ………………（47）
第 6 章 股票收益率的真正影响 ………………………………（55）
第 7 章 股市风险：一段历史 …………………………………（65）
第 8 章 股市风险：对投资者的影响 …………………………（75）

第三部分 q和华尔街的价值

第 9 章 股市价值的含义 ……………………………………（89）
第 10 章 股票选择还是合计价值？ …………………………（101）
第 11 章 关于股市价值，事后认识告诉了我们些什么？
…………………………………………………………………（109）
第 12 章 近距离看 q ………………………………………（123）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章　关于过去的价值 q 本来能够告诉投资者什么 …………………………………………………… (127)
第 14 章　作为投资工具的 q …………………………… (133)

第四部分　q 和华尔街的未来

第 15 章　股票作为长期投资的坏消息 ………………… (147)
第 16 章　为什么 q 值已经上升了，为什么 q 值将要下降 …………………………………………………… (163)
第 17 章　与把股票作为长期投资有关的好消息 ……… (177)

第五部分　熊市中求生存

第 18 章　如何安排你的资金 ………………………… (193)
第 19 章　有钱时切勿做的事情 ……………………… (211)

第六部分　如何估价股票市场

第 20 章　如何估价股票市场：四种检验价值指标的主要方法 …………………………………………………… (227)
第 21 章　股息收益 ………………………………… (241)
第 22 章　价格与收入倍数 ………………………… (251)
第 23 章　调整后的价格－收益倍数（亦称本益比） …………………………………………………… (261)
第 24 章　收益率与收益差异 ……………………… (273)
第 25 章　公司净资产和 q ………………………… (283)
第 26 章　q－等量 ………………………………… (295)
第 27 章　q 和股息贴现模型 ……………………… (307)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七部分　q与非q

第28章　经济学家关于q的争论 ………………………… (321)
第29章　股票风险溢价与股票市场的估价 ……………… (337)
第30章　股票经纪人之间关于q的争论 ………………… (351)

第八部分　q与美国经济

第31章　q在过去的下跌与它们的经济影响 ………… (369)
第32章　艾伦·格林斯潘的经济结果 ……………………… (379)

译者后记 ……………………………………………………… (385)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一部分
q 的情况说明

在第一部分的四个章节中，我们只对主题作出概要性说明。在本书的其他部分，我们将对主题进行十分详细的论述。由于在这一阶段，我们只求简洁明了，我们所说的大部分内容不可避免地将显得有些武断。为了支持论点和论据，你就必须阅读后面的章节。但是，前面这些介绍性的章节应该使你对 q 为何物有足够的感性认识。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 1 章　有关 q 的好消息和坏消息

好消息

大多数关于股票市场的书籍都告诉你如何赚钱，但这本书是个例外。它教导你如何避免赔钱。最显而易见的好消息就是 q 能为你发出风险来临的警报，使你在股市的投资更为安全。它还有另外一项不太显眼的好消息，即本书的中心思想，著名的“q”，它能帮助你理解为何一般情况下股市是长期投资的最佳场所。

坏消息

与好消息相对应，坏消息也有两大项，并直接与将来发生联系。第一，股价有发生普遍而又持久下挫的威胁；第二，严重的经济衰退的威胁。对于第一种所产生的影响，投资者只需根据我们的建议去做就能避免，而第二种的影响几乎很难逃遁。

好与坏都依赖于相同的分析，它们作为一个整体而出现，彼此密不可分。你不可能只要好的而不要坏的。不过，由于有好的，你就可以避免遭受坏的伤害。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“q”为何物

好与坏，两者都是由一个很简单的概念产生而来的，即著名的“q”。这一概念自从诺贝尔奖得主詹姆斯·托宾于1969年首次提出来以后就一直深受广大经济学家的青睐。最近的研究又对q建立了两项新的内容。第一项内容不仅在理论上而且在实践中都十分奏效；第二项内容的可操作性还不尽人意。这两项内容的发展结果就是q可以用来客观地估价股市行情。

估价股市行情的能力是好消息的组成部分，但坏消息也随之而来，那就是：当前的股市价格实在太贵。当我们步入新千年之际，至少有一个世纪股市的价格比其他任何时候都过高地估计了，其中包括上一次在1929年出现的高峰。

q的作用犹如一根弹簧，它可以在价格过高或过低时使股市弹回到正常。如同弹簧一样，q的拉力越大，其回力就越强。这就是股市之所以成为长线投资者较为安全的投资场所的原因。

在熊市，怨声载道的投资者们常常把股市比作赌场，这是不公平的。在正常情况下，股市的变化对股民有利。股票投资不需要你冒那种赌博式的风险。原因很简单，当你购买了一种股票，你实际上就等于购买了企业拥有的绩优资产，而最终就是这些实际资产必定能产生出作为投资者的股民所赢得的实际收益。要不是q的弹性作用阻止大盘远离这一最基本价值的话，股市倒还真的与赌场相差无几。

可是，就目前看来，弹簧已拉至极限，股市中的风险的确上升到了赌博的境地。以现在的价格来说，不利于股市投资者的变化因素日益增多，其程度远远胜过上一个世纪的任何时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候。

兴奋与担忧

从知识的角度看，q 的威力是令人兴奋的，但实际上它又令人担忧，因为这里隐藏着巨大的风险，即华尔街价格跌落就会给美国造成严重的经济衰退，而其危害很有可能会波及全世界。过去，无论何时出现重大的高估现象，如 1929 年的华尔街案例或 1989 年的东京案例等，接踵而来的暴跌不仅对股市而且对整个经济都是一场灾难。

价值与 q

价值的概念自然而然地会印在大多数人的脑海里。正如人们普遍了解的那样，东西的价值就是它的价格如何，而并不是指它究竟为何物。如果人们普遍使用的“价值”一词对股市有任何意义的话，那么股票就一定有一些不同于它们当时价格的基本价值。比如，人们说股市估价偏高，这意味着股票的价格超出了其基本价值。实际价格与基本价值之间的比率可衡量出股市被过高或过低估价的程度。

股票始终是不能准确定价的，这似乎是常识。可我们要指出的是，这种常识性的观点是相当有根据的，而衡量价值最好的方法就是看比率，即众所周知的 q。

有 q 在起作用，持有股票的风险虽不能消除，但能大大地降低。有些时候风险会比其他任何时候都要高得多，但 q 会告诉你这种时候何时出现。q 值高，风险就高，如果 q 一直居高不下，那么大量赔钱的风险就比任何时候都要大。每逢这种时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候，最明智的反应就是抛出股票。正如我们所写的，新千年伊始，作出这种反应就是我们所强烈推崇的。

"购买－持有"策略

我们刚才提出来的建议不就完全与现今普遍认同的"购买－持有"投资策略相抵触了吗？这一战略的基本思想表明价格无关紧要，股票总是最好的投资。因此，长线投资者应该永远握住股票不放。但我们要说明，"购买－持有"策略其本身就是一个矛盾体。

长久以来，人们一致认为股票应该比其他资产，如债券或现金存款等，更能获取较好的回报。人们还认为之所以有较高的回报原因就在于股票有较高的风险。世上没有免费的午餐，投资者必须做出抉择，要么寻求高回报，要么寻求低风险，鱼和熊掌不可兼得。可是，有证据表明，假如持有股票的时间能够更长些而不只是几年，那么股票的风险相对会比较低。这种观点的确曾在历史上帮助印证了"购买－持有"策略，但是，它得到普遍认同的真正基础却是长期的牛市。世上有免费的午餐这一说法已变得十分流行，只要牛市持续下去，这种说法就会继续得到普遍地认同。

可是，我们仍要说"购买－持有"策略本身是一个矛盾体，那是因为这种策略与它自身的成功是不能等同起来的。长期持有股票风险相对会比较低的惟一原因可能就在于 q。假如"购买－持有"策略真的正确，那么低风险是不可能的。股市是可以估价的，就是因为它们可以估价，所以长期持有股票的风险会时时发生变化。股票便宜，风险则小；股票价高，风险自然变大。而在当前的情况下，持有股票风险太大，以致不能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把它们当作有意义的投资。因此，你不能买进并握住股票不放，而应买进并持有到风险开始增大为止。

这种作风与宣称自己可能知道股市何时会达到顶峰或低谷完全是两码事。依我们看，设法预测股市的短期走向简直荒谬之至。如果投资者对何时买进股票、何时卖出股票知道得清清楚楚，那他们会提前行动，而价格早在预测清楚之前就已开始涨落。估价股票的能力至多只不过是估计何时持有股票风险最高罢了。那些想了解如何在最高价时抛出股票的人别指望能从我们这儿学到什么高招，而且我们认定他们也不可能从任何人那儿学到什么高招。

由于股票在大部分时间里是上涨的，而且借助于 q，股票的走势在较长时间里并不十分难以预测，因此“购买－持有”策略在大多数时候都能站得住脚。但是，股票的确偶尔会被过高地估价。即便你无法知道股价何时会升至顶峰，当股市被不着边际地过高估价时，犹如现在这种时候，抛出股票也不失为明智之举。面对如此情形，你若一意孤行握住股票不放，那么你承担的风险将会非常巨大。

卖空的故事

在正常情况下，当大盘合乎常理地接近其正常值时，把持股票不放完全正确。可是，即便如此，也曾出现过卖空的危险情况。常被用来验证“购买－持有”策略的一个事实是，投资者如果依旧全力投资股票 20 年，那他们保证不会赔钱。这是一个十分重要而又有趣的不争事实。实际上，我们要说明的是，q 有助于解释这一切。但是，我们也应该看到，它所提供的安慰十分有限。原因就是股票变得相对安全所需经历的长时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期对于许多人来说都过于漫长。

转而运用 q

好消息是，了解并使用 q 会使你比那些墨守“购买－持有”策略的投资者更能承担得起更多、更长期的股票。因而，你必然能以较低的风险获得更好的回报。这当然是一种非常有趣的好消息，因为你只需通过定期关注 q 提供给你的坏消息并适时抛出股票就能做到这一点。但是，我们需要指出的是，用合理的方法理财总比用不合理的方法理财要更胜一筹。“购买－持有”的方法是不合理的，它只注意到了股市历史上有据可依的一面而忽视了另一面，即只见树木不见森林，而客观事物是不能独立存在的。再者，常理似乎总是站在合理的一面。常理告诉你买东西时价格是至关重要的。

有趣的年代

股市的坏消息也有可能对经济产生负面影响。我们发现，过去每当股市变得像 20 世纪末华尔街那样被过高地估价时，其后果不但对所有投资者而且对整个经济都极其不利。作为例证，我们不但可以列举 20 世纪 20 年代和 60 年代晚期在美国出现的泡沫股市，同时还可列举 80 年代晚期在日本以及 90 年代中期在东南亚发生的金融危机。在每一次危机中，经济都随之遭遇了十分严重抑或是非常漫长的衰退，经常是两者兼而有之。

人们普遍推测美国将来的经济运行状况会好转从而确保这段历史不会重演。尽管历史事实证明此类成功极其罕见，但它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

毕竟是一种可能性，它完全取决于你对近期经济运行状况有多好的看法。

当前，人们普遍认为最近的经济管理应该值得称颂；据估计，美国所经历的长时期的经济增长通常会使人们对联邦储备委员会信心倍增。但另外也有人认为，最近的经济管理实际上一直令人难以揣摩，因此，将来究竟如何，前景令人担忧。当一切看起来尽随人意时，那些反派观点不但难以受到欢迎，反而在这种情况下还会激起人们的义愤。或许有人会问，经济运转得如此之好，怎么能说格林斯潘干得不够出色呢？

针对这一问题，部分答案是应该把问题反过来问，即：如果经济看起来运转得不那么好，那么大家还会如此一致地认为格林斯潘工作非常出色吗？但是，还有另外一部分更为重要的答案，那就是：历史证明听任资产泡沫发展是任何一个中央银行所能犯下的最大错误。在过去五年左右的时间里，联邦储备委员会却明知故犯地听任 20 世纪最大的资产泡沫越吹越大。

今后两三年可能出现的一个有趣的现象将是：事实会告诉我们到底应该褒奖格林斯潘还是应该贬斥他。看来，我们将生活在有趣的年代里。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章 论“q”

“q”介绍

既然q在本书中发挥着如此重要的作用,那么我们还是尽快地对q作一介绍。q的主要特点就是它在任何时候都能衡量股市错误估价的程度。与历史平均值相比,q值高就意味着股市估价偏高。之所以能够作出这样的论断,只是因为q总是围绕着这一平均值而上下浮动。由于q具有这一特性——习惯称之为“平均回复性”——因而它不但能揭示过去而且能预见未来。股市估价偏高意味着风险开始增大,将来操作会很不利。当q值增高时,股票投资者将处于大量赔钱的境地。我们预测,股市会一直回落到1998年年底股价低于其一半水平时为止。

图2.1显示了自1990年以来q是如何围绕着其平均值而上下浮动的。在1998年年底，q值比20世纪以前任何时期都要高，这正暗示着股市估价已经变得多么的高。[1]

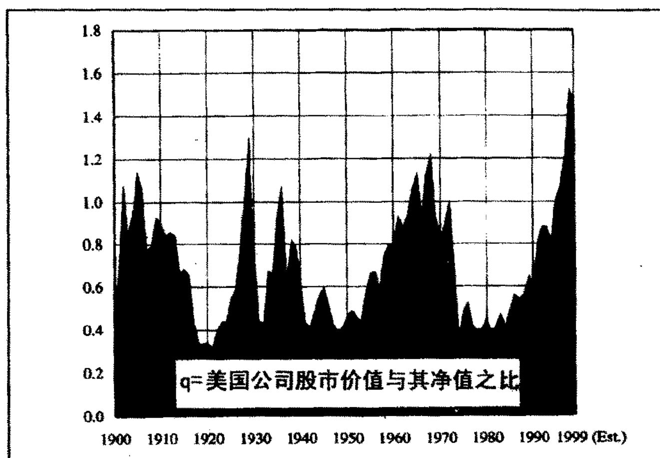
q背后的概念基本上很简单。它只是对美国公司价值的两种不同的估计作出比较。第一种就是华尔街说的公司值多少钱，第二种就是它们的“基本”价值。正如我们以后还会详细谈到一样，整体地估价股市不同于估价个别的股票。因为对于整个股市来说，基本的价值是指今天要用多少钱才能买下所有上市公司的资产。它们的价值指的是如果我们不得不从零开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

再来一遍，那么创建这些公司需要花费多少钱。要计算出它们的基本价值，我们就需要计算出这笔成本是多少。这样，这些公司的总价值就可以用其实物和金融两方面的资产总和减去它们的债务来衡量。以这种方法估出的数值通称为净值。[2]

图 2.1

q：1900 年～1999 年



为了求得 q，我们把公司的净值与股市所体现的公司股票总价值进行比较，两者之间的比率就是 q 值，分子为股市价值，分母为公司的净值，这样，其公式为：[3]

$$q=\frac{\text{股市价值}}{\text{公司的净值}}$$

由此可见，当股价攀升促使公司的股市估价（相对于其净值）上升时，q 值就高。这说明股市估价过高；同样道理，q

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值低则说明股市行情便宜。

为弄清这一点，我们还必须考虑许多因素，但是在此阶段，我们只需着重强调几个重要因素。关键的一点就是 q 显示出“平均回复”之特征。它并不总是在某一处徘徊，而是有回复到平均值的倾向。因此说，它总是会回复到其均衡值或者说平均值。从历史来看，这一平均值似乎很稳定。

我们将在以后的章节中讨论 q 这方面的特性以及其他许多种不同的股市估价方法。平均回复性是任何有效的价值衡量方法中一个必不可少的特征，但仅仅依靠它本身还远远不够。原因之一在于，用它来统计欺骗性很大，不能说明问题。正如大多数使用过此类统计法的人迟早会觉察出来一样，只看数字特性太容易使自己或者其他人上当。因此，上乘之策应当是：既了解这些特性又全面了解其结果。所以，我们将要解释为什么经济学家，甚至早在找到佐证之前，就料到 q 具有平均回复的功能。同时，我们还要解释这种平均回复功能从何而来。

由于 1998 年年底时 q 比整个世纪的以往任何时候都要高，所以从这一极限水平往下跌落是肯定无疑的。我们的统计数据证明，在随后的五年里，q 值从 1998 年年底的水平向下跌落的概率将远远超过 90%，甚至在以后更长的时间里，这一概率还会更高。

q 和股价前景

q 值特别高对股市价格来说是一个极坏的消息。这不仅仅是因为过去 q 总是从这种极限一路走低，而且因为它经常在股价跌落的过程中也一路下滑。我们可以从每股的角度[4]来书写 q 的算式：

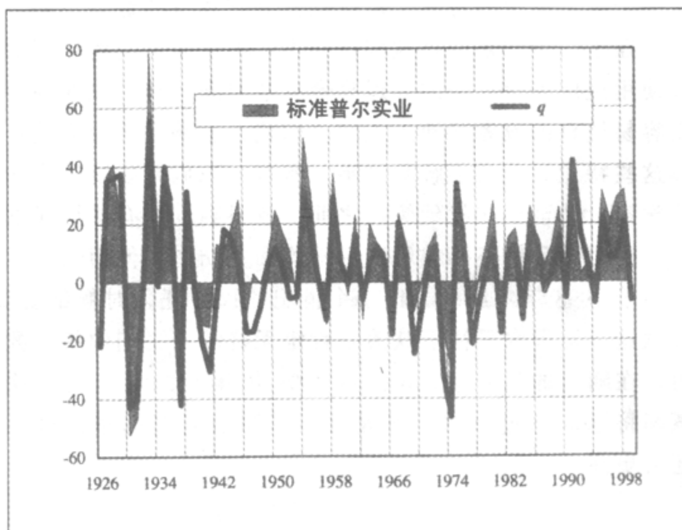
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$q=\frac{\text{股票价格}}{\text{每股的企业净值}}$$

从以上的q算式中我们可以看出，只要股价跌落或每股的净值增高，q就会下滑。这是因为q是一种比率关系，它的价值是随分子或分母数的变动而发生变化的。

图 2.2

股价的百分比变化和q



由于q能回复到平均值，因此了解q拉向平均值的弹性是否会对股价或净值产生影响显得十分重要。预测美国市场前景是否看好的惟一方法就是看看这一弹性是否只对这一比率的分母，即净值，发生影响。但我们必须指出，净值要想快速升高到足够高的水平从而促使q回复到比较正常的水平，这是难以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实现的。为了说明这一点，我们不但要依靠统计数据，而且还要运用经济推理来加以阐述。可是目前，我们只简单地针对历史事实来加以说明，如图2.2所示，q值随着股价的涨落而起伏，促使q回归到其平均值的不是净值的变化，而是股价的波动。因此，以往的事实表明，紧随高q值而来的很有可能是股市下挫。

表2.1显示，正如q衡量出来的那样，所有重大的过高估价现象总是伴随着严重的股市价格暴跌。[5] 我们预料，当前的熊市过后这一状况又将发生。因为q显示股价被高估了两倍以上，故而股市很有可能下跌50%至60%，或者更高。这会轻而易举地促使道－琼斯指数降到4000以下。在引起极大恐慌使大多数投资者感到异常陌生的同时，如表2.1所示，情形与以前股市升到最高峰时所出现的下跌非常相似。

在其他股市中，类似规模的暴跌也曾发生过。表2.2说明了当国际市场达到类似华尔街那样的高峰时，它们同样也会遭遇类似的暴跌。表2.3显示了如果道－琼斯指数与其自身历史中出现的暴跌或是其他股市经历过的暴跌不相上下，那么它将会下降到何种程度。

表2.1

q达到峰值后的股价实际跌幅

跌落时间段	股价跌幅% 高峰至低谷
1929年8月至1932年6月	82%
1937年2月至1938年5月	49%
1968年11月至1974年9月	59%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2.2

其他股市中出现的典型的股价实际跌幅

跌落时间段	股价跌幅% 高峰至低谷
日本[6] 从 1989 年年底至 1995 年年底	57%
英国[7] 从 1972 年中期至 1976 年年底	70%

表 2.3

道－琼斯指数[8] 的内在水平

如果股价跌幅与 q 达到高峰后相吻合	内在水平
美国股价的历史变化	
从 1929 年 8 月开始	1620
从 1937 年 2 月开始	4590
从 1968 年 11 月开始	3690
其他主要市场的下跌	
日本从 1989 年年底开始	3870
英国从 1972 年中期开始	2700

正如我们所写的，1999 年下半年，道－琼斯指数处在 10000 和 11000 点之间，而对许多人来说，这样的数值也许看起来不可想像。但是，人们应该铭记在心：股市达到那些历史最高点是多么的神速。最近的一次是 1995 年，当时道－琼斯指数降到 4000 以下。历史告诉我们，对于股市来讲，升得越快，跌得越凶。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Q和“有效市场假设论”：“随意漫步”华尔街？

由于q能十分客观地告诉我们市场估价错误的程度，这就意味着我们可以对未来的股市行情作出有根有据、十分有效的推断，但这并不等于我们能对今后几个月的股市行情是涨是跌作出有用的预测。可是，一旦我们能测定其价值，我们就能对股票的涨和跌作出大概的推断。有时，股市上扬或下挫的程度会比其他任何时期更凶更猛。这种差异性取决于q的水平。这可以说是一种革命性的论断，它与我们平常在经济与金融教科书上所见到的著名的“有效市场假设论”的观点完全相反。

“有效市场假设论”是很重要的，它几乎代表许多经济学家关于股市行情的基本观点，但并不完全是这样。它提出的一些观点过于简单，如：股票总是能够准确定价。在一个完善、有效的市场氛围里，股价发生变化只是因为有了新的信息，而新的信息对价格产生影响是因为它改变了对未来的合理评估。假如这种观点正确，那么市场必须立即把决定股价的所有信息考虑在内。这样，对历史信息进行的任何重新评估都不会导致价格的变动，只有新信息会这样。在这样的一个世界中，就不会出现偏离“公平”价值一说，因为无论何时何地金融市场出现的价格自然而然都是“公平”的。这与讨论价值毫无意义的说法相吻合，因为衡量价值的惟一合理方式就是看当期的股价。任何估价标准都不值一用，因为市场价格本身就是估价的最好尺度，无需进一步改善。

我们已经说过q可使我们对股市的未来走势作出有用的推断，很显然，q与“有效市场假设论”将会发生一场恶战。因此，在我们争辩的过程中，关键的一点就是必须解决这个问

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

题。

“有效市场假设论”是一个极其简单却又十分有力的概念。有效市场之所以称之为有效是因为有人发现了一条预测价格运动的新途径，其实质就是货币机器。有效市场憎恨货币机器，就好像大自然厌恶真空一样。任何形式的货币机器都会立即被其他商人所利用，其速度之快，程度之深，使得货币机器不再成为货币机器。

正如所有简单而完美的概念一样，“有效市场假设论”还能用来对金融市场如何运作作出明确的预测，而且这些预测是可以检验的。由于经济学家们总得找点事做以打发时间，因此他们几乎在地球的每一个角落、针对任何可以想像的市场做了大量的“有效市场假设论”的验证工作也就不足为怪了。也许令那些认为经济学家们不可能得出结论的人们感到惊讶的是，这项工作在某些重要方面得出的结论是一致的。

从“有效市场假设论”中引发出来的一个简单的预测是：股票价格应该像“漫步”一样随意。对漫步进行验证就是验证股票价格的变化是否完全可以预测，如果是，这就意味着货币机器的确存在，对此，有效市场会感到害怕。如今，经济学家们普遍认为“有效市场假设论”的漫步理论几乎或者根本没有论据来支持。从短期来看，在健全发展的市场上，这一理论得到了很好的印证。但从长期来看，研究表明，即使在健全发展的市场上，“有效市场假设论”也常常与现实发生冲突。这些冲突总体来讲具有“统计意义”，但从根本上讲，尚未达到一定的规模，因此还不值得尝试着“利用它们”去赚钱。[9]

我们将向大家展示，我们把 q 用作估价标准也属于同样的范畴。它能告诉我们是否过高或过低地估价了市场，但是如果你想不冒大风险就赚大钱，那你不能使用它。大多数时候，市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场既没有被过高地估价也没有被过低地估价，这时的 q 不是十分重要，因为它不能用来对未来回报率作出明确的预测。只有在极端时期，它才能提供关键的信息，20 世纪末就是这样的时期。这时，如果你仍握住股票不抛，q 就会告诉你，你正在冒巨大的风险，而且它还告诉你如何躲避风险。

这样说来，q 并不是一种赚钱机器，但它却能对长线投资者提出至关重要的忠告。它能测算投资股市的风险；它能告诉我们从长期来看股票价格会向哪个方向浮动。我们会证明，利用这一信息将有助于 q 投资者赚取更高更安全的回报。比如，那些了解并能利用 q 的投资者会比那些只是采用“购买 - 持有”策略的投资者获得更高的回报，冒更低的风险。利用 q 的好处在于避免损失，不在于突然间从股市中赚得巨额钱财。了解 q 会使你在周围的其他人丧失钱财时牢牢地守住你的财富。但是如果你试图借助于 q 赚取意外之财，那将非常困难而且极其危险。如果有人因为阅读此书而一夜暴富，那会令我们大为惊讶。但我们希望此书能帮助目前的你避免损失大笔钱财。

无论是从知识的层面还是从常识的层面看，我们发现这都是千真万确的。如果我们声称 q 能够提供赚钱的途径，且又不会因说假话而面临被捕的危险，那我们恐怕不大可能说服训练有素的经济学家或是经验丰富的市场操作员相信我们的观点。我们认为有效市场的原理基本上是正确的。我们将说明，支撑有效市场理论的套利总原则，或者说低进高出的原则，同样也能支持我们关于 q 为什么一定会回复平均值的观点。对于“有效市场假设论”，我们需要作出说明的只是，它也许需要稍作修改以便符合回报产生于冒险这一标准原则。只有当投资者冒险时，有效市场才有可能存在；也只有当回报有可能抵消风险时，投资者才会去冒险。[10]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注解：

1. 在 1998 年年底，股价大约是其基本价值的 2.3 倍，道－琼斯指数正好处在 9000 以下。这说明当该指数处在 3900 点左右时，对华尔街的估价是正确的。在你阅读此书时，若想了解股市何为偏高或偏低，你可以把道－琼斯指数的当前数值除以 3900，这起码能得出有关来年或两年内股市的十分准确的答案。（为使等值更具广泛性，还可用比较有代表性的 S&P 500 指数除以 520。）
2. 从 1945 年起，这些估算由联邦储备委员会作出，并且可以从 Z1 美国资金流量账目的 B102 中找到。1945 年之前的数字是我们自己估算的，出处有国家和私人材料，我们在电子附录中对它进行了描述。
3. 对于那些不喜欢在正文中偶尔插入一些数学公式的人，我们深感抱歉。我们将尽量避免这样做，但是，偶尔插入一些公式实所难免。
4. 这犹如变戏法，我们所做的只是把原比率的分子和分母除以相同的股数，而这不会使比值发生变化。
5. 就像这里一样，要想说明这一点，最好的办法是看一看实际数字。这样做可以把你的注意力引向相关的财产损失，这些数字不会因通货膨胀而出现失真。尽管现如今通货膨胀较低使这一点不是那么明显，但从历史来看，它常常非常重要。
6. 日经 225 指数：1998 年年底，日本市场的实际价格几乎没能达到更高值——约比 1989 年的峰值低了 56%。正如我们后面将要指出的那样，即便是这样的水平，大概也还是过高地估价了！
7. FT 全股指数：以实际价格来看，1987 年整个一年中，英国市场曾经短暂地超过 1972 年的峰值，但是之后一直等到 1993 年中期——足足 21 年——才得以持续地打破高峰记录。
8. 把 1998 年年末的数值 9000 视为“峰值”。尽管在写作此书时，这一数字已被超越，但我们还是要把 1998 年年底的数字当作基准点，因为正如“q”所测算的那样，它已经代表了过高估价的创记录水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

9. 正当“有效市场漫步理论”遭到一致否定时，有关市场并非完全有效的提法却依然颇具争议。对于这一问题，我们将在第 28 章中作进一步的探讨。

10. 应该强调的是，这无论如何都不是新观点。在过去 20 年左右的时间里，人们已经对经济学进行了大量的理论研论，探讨可行性有效市场的本质。我们将在第 28 章中对 q 的这一层面作进一步的诠释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 q与长线投资者

财富保管与冒险

正如我们已经指出的那样，我们不指望投资者通过此书而发财。可是，阅读此书可大大提高他们保管好手中任何财富的机会。因为，在当前的条件下，保管财富很可能要比努力创造财富重要得多。我们的分析对于个人投资者的投资理财大有裨益。

情形似乎常常是这样，即正如经常发生的那样，当长线投资者将绝大部分储蓄投入到以证券为基础的投资组合中时，他们完全了解自己所承担的风险。

重新定义风险与回报

只有那些倒霉透顶或十足无能的人几乎在20世纪80年代的大部分年份和20世纪90年代的每一年里未能从自己的投资组合中赚取丰厚的回报。这种经历改变了许多投资者的观念，人们开始对回报和风险感到厌倦。他们希望他们的投资能给自己带来比以前更高的回报，他们很少懂得损失惨重意味着什么。

许多事例可以印证观念的变化。一位基金管理者——我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

刚给他提供过建议——接到了一位很有希望成为其私人客户的人打来的电话。这位潜在的客户声称他们不求立刻得到回报，但求一个比较安全的策略，能带来些许回报就行。他们认为每年得到20%的回报足已。

由于大多数人是依据自己的经验来制定期望值，因此，“些许回报”的定义也许看起来非常易于理解。表3.1说明了为什么。到1998年年底，将近五年的时间里，投资股市的回报率每年都在20%以上。

但从更长远的时期来看，每年20%的回报恐怕就不能算作是些许回报了。看一下表3.1的第二栏，你会深受启发。该表说明，从历史的角度看，在过去的20年里，就连获得更为微弱的11%的回报都显得那么异乎寻常。

表3.1

1998年股票的实际收益

过去……年里	股票的复合平均实际收益	等待如此高回报的年数
1年	31.0%	40
2年	28.1%	43
5年	19.6%	69
10年	13.9%	40
15年	12.1%	34
20年	11.1%	37

在以下的章节里，我们将对历史经验进行更深入的考察。但在这里，我们仅把它作为一个事实来陈述：即从历史的角度

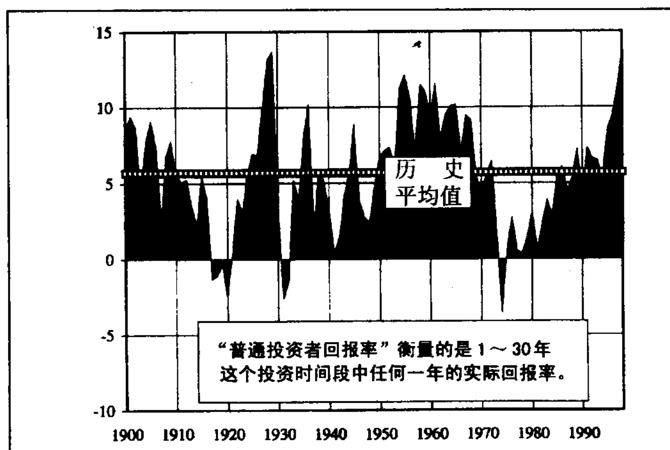
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来看，每年获得 20% 的回报结果证明是一个相当不低的期望值。股票投资者的年均实际回报率（扣除管理费之前，并且含有再投资的股息）大约在 6.75% 左右，这只相当于我们满怀希望的投资者所设想的“些许”回报的 1/3。

事实上，期望与现实之间的偏差还会比这更大，因为很可能未来许多年的回报都会远远低于这个长期的平均数。q 值如此之高这一事实是一个警示信号，说明未来的回报必然很低。最近几年，回报出奇之好很可能意味着今后几年的回报将出奇之差，这很可能会把长期回报率拉回到近似历史平均水平。最近几年的高回报实际上会被未来的低回报所抵消。[11]

图 3.1

1900 年 ~ 1998 年美国股市中的“普通投资者回报率”



当然，过去的情形一直如此。通过察看“普通”投资者所挣得的实际收益，图 3.1 对近期的股市行情作了总结。由于不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同的投资者持有股票的时间长短不同，因此“普通投资者回报率”取的是1～30年[12]这个时间范围的平均回报率。回报率指的是去除消费价格通货膨胀因素以及为了使事情更加符合实际我们所假设的每年有1%的回报被管理和交易成本吃掉这些因素之后，测得的实际回报率的总和（包括再投资的股息）。

从图中可以非常清楚地看出一件事：从历史角度来看，1998年肯定是应该抛售股票的千载难逢的好年份。典型的投资者应该可以从最初的投资中赚取平均每年13.6%的回报。为了便于比较，该图还显示了股市的历史平均回报率，为此，我们准备了在同等基础上测得的将近两个世纪的数据。所以，在1998年，抛出股票的“典型”投资者所挣得的总回报一定相当于历史平均值的两倍还要多。正如表3.1所示，只在前五年左右投资股市的投资者甚至还挣得更多。

在20世纪里，另外还有一次投资者也得到了如此高额的回报，那是1929年，20世纪60年代后期的回报率也不错。紧随这两个时期而来的是极差的回报率。当然，这两个时期都碰巧遇上了非常高的q值。

正当投资者对于股票回报率的期望值正逐渐升高之时，风险的概念几乎同时开始抬头。1998年8月7日，股市经过相当谨慎的调整之后，《华尔街日报》刊登了一则有关一位个人投资者的消息。这位投资者对于金钱比较谨慎小心，. 他深谋远虑地决定结算属于他的证券投资基金，并把所得存入短期货币储蓄账户中。刘易斯·吉乌斯特（Luis Giust）先生判定股市过于旺盛，而且他又临近退休，他觉得宁可坐享他那比较丰厚的退休金，而不愿冒退休后钱财尽失的风险。然而，就连这位老谋深算的投资者也还是遭受到了判断变化所造成的严重影响。当被问到如果股市一个劲儿地攀升他会作何感想时，他回答说：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"星期二那天我和太太（吉乌斯特夫人）作出的决定的确需要天大的勇气……但我们对自己的判断坚信不疑。"

"但是，如果判断错了呢?"

"那我们会从容应付生活的冲击，"他说。

从这些话语中可以清楚看出，前景已变得多么离奇古怪。这并不是说吉乌斯特夫妇对于"生活的冲击"怀着太多的恐惧。实际上，他们因结算其证券资产所承担的风险根本不在于损失钱财。当时，他们所投资的货币市场账户（译者注：指储蓄）给予的回报率约为5.75%，高出通货膨胀率4%。如此一来，他们在近几年里获得的所有收益不仅安全牢靠，而且还会在可以预见的将来继续为他们积累可观的财富。他们所担当的风险只不过是：他们也许得坐守他们那6位数的总收入，挣得一笔收益——如果改用其他投资方式，可能会有相当可观的收益率——和眼看着其他不如他谨慎的投资者凭借坚守股市而赚取更高的回报。

前几代股票投资者为了抗击这种"风险"一定付出了很多。他们所面对的不仅仅是这样做的风险，而且还得面对损失大笔钱财的现实。当市场调节作用真正发生时，损失就不再是什么假设而是变成了现实。过去的实际损失会对生活水平产生巨大的影响。对于那些临近退休的投资者来说，股市中的巨大损失意味着在他们的余生中一笔同等数量的收入已经付诸东流。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于投资股票进行过分吹嘘的情况

正如我们在引言那一章里所指出的那样，通过渲染长期回报，同时却没有指出这种较长的期限对于大多数投资者来说过于漫长，使股票投资的好处被过分夸大了，而这是十分危险的。

人们存钱的主要目的是为了将来能过上安稳富足的退休生活。尽管大多数人前后工作 40 年左右，但有许多人直至工作了很久以后才开始考虑为退休而投资。这种延迟，加上人们的正常储蓄能力通常随着年岁的增长而提高这一事实，说明了即使是最最深谋远虑的人也只能在工作的后半期而不是前半期存储更多的钱。因此，一个人即使坚持储蓄 30 年到 40 年，他（她）的平均投资期实际也仅有 20 年，甚至更短。正如我们在以后的章节中会看到的那样，在这些比较短的投资期里，股票行情显而易见更加动荡不稳。

投资者一旦退休，投资期实际大为缩短。那些持有股票的人不能从他们积累的财富中适当地获取收益，除非他们是定期抛售者。如果他们面对的是一个严重的熊市，那么抛售将是灾难。我们并不希望大家疾病缠身，但是不幸的事实是，即使刚刚退休的投资者也不可能指望再活 20 年以上。如果他们愿意花费他们的资本，那他们持有证券的时间平均将为 10 年左右。但这还不够长，不足以证明在任何情况下持有以股票为主的投资组合的合理性。正如我们已经指出的，如果投资者连续 20 年全力投资股票，那他们绝不会亏本——这个事实常常用来证实证券投资的优越性。但是，这对于那些到时很可能已经不在人世的投资者来说毫无帮助，这些人宁愿过得节俭一些，也不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿做这种投资。伟大的经济学家约翰·梅纳德·凯恩斯（Jonh Maynard Kaynes）曾经说过："从长远来看，我们都会死的。"如果这里所说的长远指的是 20 年，那么严格来讲这不一定正确，我们中只有 1/3 左右的人到时已经去世。[13]然而，对于 20 年内去世的 1/3 的成年人来说，如此长远的考虑对于在股市中遭受巨大损失的他们起不到任何安抚作用。

q 和"购买－持有"策略

前面几部分的讨论自然而然地将我们引向近几年来流行起来的一种投资观点："购买－持有"策略。这一观点最有说服力的倡导者是沃顿学院的杰里米·西格尔（Jeremy Siegel）。他撰写的《股票：长线法宝》（Stocks for the Long Run，此书已由海南出版社出版）一书见解精辟独到，史料详实。[14]其中心思想是：对于任何长线投资者来说，最理想的策略几乎总是持有股票。这一观点的依据是：通过相当长时间的观察发现，股票一直与现金和债券这类有竞争力的资产一样安全，甚至可能更为安全。

我们不想针对数据展开辩论，但我们想说明，这一观点必须从两个方面加以仔细理解。首先，正如我们已经看到的，长期投资对于大多数投资者来说实在太长；第二，在有些情况下，正如当前，人们对股市估价得过高，以致于无论你的投资期多长，你的预期收益都将是微不足道的。

还有，正如我们在一开始时提到过的，我们有关 q 的信息具有好坏两个方面。到目前为止，我们着重谈论的是它坏的一面；乍一看，它好的一面并不那么明显，但却同样重要。我们将证明，q 的运作情况解释了为什么"购买－持有"策略通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都很奏效。的确，如果 q 不起作用，股市就不能回复到其基本值，那么投资股市的风险将会大得令你无法察觉。但是，大多数时候，正是这一特性使得股市变成投资的天堂，不过这也意味着偶尔它又会变成地狱，现在的情形就是这样。

在以后的章节里，我们将对此展开更深入的讨论。现在，我们要讲述的主要内容是 q 的作用情况和"购买 - 持有"策略所取得的历史性成功属于同一枚硬币的两个面。如果"购买 - 持有"策略背后的理论是正确的，那么从逻辑上讲，股票风险太大，以致于任何思维正常的人都不会持有它。但是股票并非如此危机四伏，q 可以帮助解释这一点。

当"购买 - 持有"策略失灵时

通常情况下，我们支持那些既没有退休也没有濒临退休的长线投资者采取"购买 - 持有"策略。然而，q 偶尔也会为长线投资者提供至关重要的信息，不管他们的投资期有多长。20 世纪最为突出的例证似乎就是 1998 年年底到 1999 年年初的那段时间。设想一下在最为极端的情形下所作出的投资决定，我们就会明白为什么那些与凯恩斯观点相反的人希望永远活下去。[15]

我们已经指出，过去，股票历史上平均每年能带来 6.75% 左右的实际收益。但这并不意味着今天的投资者如果按现在的价格购买股票将来也能获得同样的平均收益。即使是长命百岁的投资者，即使他们永远持有股票，他们的实际收益也会依据他们投资的时机而围绕这个平均值上下波动。1998 年年底，q 值比其平均值大约高出了 2.5 倍。那时购买股票的长命百岁的投资者也只能指望着在他们那无穷的一生中获得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.7%的实际回报。这是因为平均长期回报率除以 2.5 这个系数之后才是 q 值高出平均值的大致值。

因此，1998 年年底投资股市对于长线投资者来说是一个下策，即使他们幸运到能够拥有一个无穷无尽的投资期，他们也只能期望从投资股票中获得每年 2.7%的实际回报，但是，如果他们购买按指数偿还的美国政府债券，那么他们则可以稳获将近 4%的实际回报，而且收入和资本均能免受通货膨胀的影响。如此一来，与投资按指数偿还的政府公债[16]的投资者相比，长生不老的证券投资者会白白扔掉 25%以上的收入。如果对于那些长生不老的长线投资者来说，股票看上去如此糟糕，那么，对于生命有限的投资者来说，情形就更糟了，因为他们连这样的一种安慰都没有。

q 投资者

我们已经看到，在正常情况下，对于那些无法拥有足够长的投资期的投资者来说，投资股票风险太大。我们也已经看到，有些时候，比如目前，对于任何人来说，投资股票风险都太大。眼下，我们在把坏消息告之于你的同时，也必须把好消息告诉你。当一名 q 投资者意味着你能发现何时股市过于危险以致于不能持有股票。但是，了解股市何时过于危险并在这一特定时期抛出股票，意味着投资股票总体来说变得更为安全。试想一下，假如你知道你的汽车没有提醒你刹车有失灵危险的警灯，那么这时驾车将会是一种什么样的感觉？你将不得不非常保守谨慎地驾车，而且很有可能会尽可能少地驾车。对于股票投资者来说，q 具有同样的警报功能。

当一个 q 投资者，好处在于你可以更长久、更多地持有股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。在以后的章节中，我们将说明这种奖赏就是高回报率和低风险的结合。由于你必须撤出股市的时候通常是市场混乱之时，因此，利用 q 还可以有助于你在晚上睡个安稳觉，使你的生活少一点重压。因此，当一个 q 投资者既有利于你的财富，也有助于你的身体健康。

q 投资者必须具备的素质

然而，即使是在一眼就可看出股票不是一种好的长期投资对象的时候，也并非每一个人都能理智行事。要当 q 投资者，你就得具备以下素质：

- 你必须具有坚强的意志，至少从吉乌斯特先生使用这个词的意义上讲是这样；
- 你必须拥有几周或几个月以上的投资期；
- 你所感兴趣的必须是绝对回报率而不是相对回报率。你不会为胜过其他投资者而忧心。

其他人的资金

上述这三种素质自然而然地将大多数用其他人的资金进行投资的人们排除出去，诸如养老金计划和共同基金信托公司的管理者。这并非要对任何特定的基金管理者进行人身攻击，只不过是简单地、现实地指出他们操作时所处的紧张状态。正如我们已经说过的，利用 q 不会使投资者暴富，但它能帮助投资者管理好以前积累的财富。然而，要达到这一目的，惟一的途径就是有些时候你必须具有站在股市边缘的毅力。这就是说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把你的资金撤出股市，暂时把它投入到诸如货币储蓄和债券等这类较为安全的投资领域。

对于具有一定意志力的个人投资者来说，这是可能做到的，但是与此同时，它对基金管理者来说却是不能现实的。因为就像前面我们列举的吉乌斯特的例子一样，个人投资者要撤离估价过高但却仍在攀升的股市从来就不是一件轻而易举的事情，不过这里也存在着避免巨大损失的强烈刺激。

对于基金管理者而言，风险可不一样，它可能会更大。全部投资于股市，一旦失败就可能全军覆没。基金管理者可能采取的最危险的举动是，冒结果还不如普通基金管理者这个险。只要股市涨势强劲，而基金管理者对于 q 提供的过高估价的信号又作出了反应，那么这种事定会发生。因此，对于这些信号，他们应该不予理睬。另一方面，当股市陷入熊市时，比如说股市跌幅为 50% 时，基金管理者凭借“只”损失了 40% 的客户资金这一点而战胜了竞争对手，那么，他还有可能而且很有希望获得一些利润。

加入契约储蓄金计划的许多人（包括该书的一位作者在内！）除了寄希望于基金管理者们尽可能把别人的钱管理得尽善尽美外，他们别无其他选择。但在这样一种时候，对自己的投资拥有控制权、具备上面所列出的那些素质而且能够关注 q 所提供的信息的长线投资者，就能占据明显的优势。

这一信息一直未能得到普遍关注，这可能反映出这样一种事实，即有关股市的讨论大多仍然针对那些掌管他人资金而不是自己资金的人们。或者更为糟糕，讨论不是为了提供信息，而是为了劝导人们购买股票——这是我们在下一章中要谈论的话题。这本书就是为了填补这一信息空白。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注解：

11. 我们必须强调的是，我们关于 q 的论点不是以回报率和 q 都会“回复平均值”这一不言而喻的机制为依据的，而是如同我们在随后的章节里要说明的那样，还有许多证据可以证明我们的论点。
12. 这与通用的 30 年滚动式平均回报率不同，而是指 30 年、29 年、28 年等等，最后直至一年的平均回报率。正如我们在第二部分所显示的那样，长期滚动回报率没能充分反映普通投资者所经历的回报率方面的剧烈变动。
13. 我们是在做这样大致的假设：20 岁以下的人不考虑这样的问题，我们其余的人都能活到 80 岁，因此，20 年后，“我们”中 1/3 的人将已去世。
14. 我们非常感激西格尔教授允许我们在此书中引用他所搜集的有关长期回报的大量数据。
15. 我们并不是要从现实的角度捍卫这一事例，只不过是因为它会使计算变得容易得多。
16. 对于许多投资者来说，税收会使情形变得复杂起来，但是未来回报率悬殊很大，以致于不可能改变这种结论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章 q与竞争

q与价值备选指数

投资股票一直是一种有偿买卖，对于长线投资者来说，这种投资风险通常不是太大。我们已经论证过，这种风险与报酬的结合之所以成为可能，只是因为价格可以回复到基本价值，而q就是提示价格偏离基本价值有多远的最佳指数。

但是，还有其他一些估价标准，它们中有一些对洞察股市很有帮助。事实上，要是没有它们，情形会很不幸，因为对于许多股市来说，形成q所需的数据往往不足。实际上，当q无法形成时，人们还可以使用其他许多标准；事实上，即使在q所需数据十分充足时，这些标准也可以与q并列使用。在以后的章节中，我们将仔细探讨这些标准。

然而，我们的确要对q、q单独作为估价标准的特殊性作出如下有力说明：

- 用q作为估价股市的方法极具客观性，这是其他标准所不具备的。
- 只要有关q的数据可靠，那么q就是估价股市的最佳方法。
- 任何有用的指数所给出的结果都不可能与q发生冲突。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● 如果使任何其他指数看上去越像 q，自然就会越有用。

很显然，这些声明听起来有点口出狂言的味道，因此必须用论据对它们加以仔细地论证。在以后的章节中，我们将摆事实讲道理。我们要讨论的一个关键问题是：价值是否存在以及如果存在，又该如何衡量？在第 20 章中，我们将仔细地考察所谓的价值的“理想”指数的特性。如果要讨论理想指数，那就更有必要秉持脚踏实地的态度，提防着那些讨论理想指数的人们可能设下的圈套，这样，我们就会尽力避免上当。我们希望，在用必要的怀疑论武装自己的头脑之后，我们能认真思考一下任何合理的价值衡量方法所需具备的特性。这些特性自然就是那些能够经得起理论和实践检验的特性。

因此，在接下来的几个连续章节中，我们要对所有不同的指数作一番考察，目的就是不漏过任何一个得到严肃关注或普遍认可的指数。然后，我们再把它们的特性与理想指数的特性做个比较。由于我们在本书一开始时就把结论列出，所以当我们得出 q 是惟一能够符合理想指数标准的衡量方法这样一种结论时，你就不会感到意外了。[17]

其他指数的缺陷

并不是只有我们对这些著名的价值指数进行过考察，也并不是只有我们发现它们并不合理。如果半心半意，不够执着，那当然只有死认股价的随意漫步理论而别无它法。经济学家们不断地发现股票经纪人和金融评论家们所采用的价值标准并不令人满意。正如我们前面提到过的，q 几乎是惟一产生于经济学家们的学术研究中的估价标准。其他方法一直试图通过对其

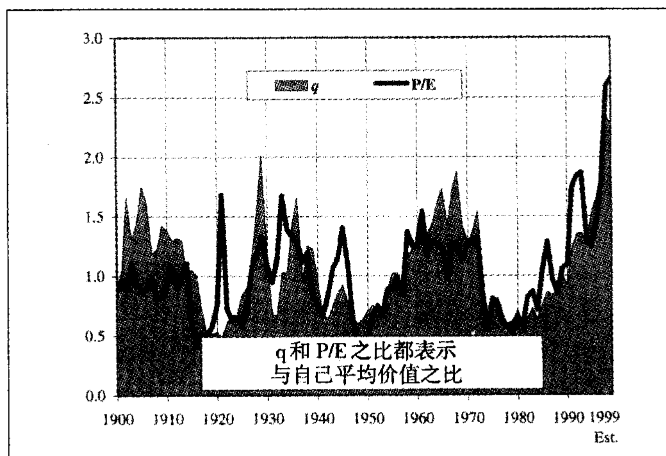
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他的指数进行修改来克服它们固有的缺陷。[18]我们将要指出的是，为了改善这些指数而提议进行的修改和调整只会使它们看上去更像 q。事实上，我们要说明的是，这些衡量方法经过适当的修改和调整之后实际上变得与 q 没什么两样。这些调整后的指数实际上已成为“q 的同位语”。

例子：q 和 P/E（价格 – 收益率）之比

图 4.1

q 和 P/E 之比，1900 年 ~ 1999 年



应用最广的一种备选价值指数可能是价格 – 收益率之比。然而，它却一直是一种不太令人满意的价值指数。为了说明这一点，图 4.1 把整个 20 世纪的 q 与 P/E 作了比较。如果两种衡量方法都能令人满意地评估股市价值，那它们应该都能告诉我们股市何时被过高或过低地估价了。在每一种情况下，都会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出现这样的情形，即：要么是q，要么是P/E与其历史平均水平相去甚远。为了说明这一点，我们把两种指数都看作是股市价格与自身平均价值之比。

从图4.1中马上可以看出以下几点：

- q和P/E倍数在类似的时期常常向着相同的方向运动。
- 两者看起来都具有第2章中介绍的那种平均回复特性：有一种弹力作用使得每一种量值不致于过多地偏离其平均值。
- 两者都在1998年年底和1999年的大部分时间里处于过高水平。

可是，还有一点也很明显，那就是P/E之比偶尔会给出灾难性错误的价值指数。一个典型的例子是20世纪30年代初(正如我们在后面的一个章节里要论述的那样)，当时的股市价格很可能是20世纪的最低水平。那时，收益非常之低以致于P/E之比高得出奇。任何把P/E之比作为价值指数的人一定都错过了过去100年中最好的投资机会。

这也许看起来像是我们试图用图4.1中所显示的证据来说明以下这个观点：“q和P/E并不总是一致，但是目前两者均表明股市被过高地估价了。因此，我们可以断定股市的确是被过高地估价了，因为我们不只是拥有一种信号，而是两种信号都证实了这一点。”

但是，从实际情形看，这样的一种方法无论是从理性的角度还是从决断的角度讲都不太牢靠。从理性的角度看，我们必须了解为什么不同的指数有时会给出不同的信号。而从实际操作的立场看，当股市陷入有史以来的最低谷时，指数却显示股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市强劲，这样的一个指数绝不可能被看作是一个令人满意的指数。

由于 q 和 P/E 也有价格，正如它们各自的分子一样，因此，之所以两种指数偶尔会给出截然不同的结果，那是因为它们分母存在差异。从 q 来讲，这个数是以资产为基础的，而从 P/E 之比来讲，这个数源自于利润。q 和 P/E 不时出现差异这一事实说明，利润和资产并非总是如影相随一起涨落。P/E 之比有可能会给出一个极具误导性的信号，正如 1932 年时那样，这就意味着 P/E 之比在被用作估价指标时有必要作出一定的调整。

为什么说 P/E 之比有必要作出这样的调整呢？原因有很多，最为关键的可能有几下以点：

- 利润可能计算得不正确。
- 即使利润计算得正确，它也会围绕着某种正常的水平上下大幅浮动。由于利润倾向于向这一水平回复，因此无论利润是暴跌，就像 1932 年那样，还是利润暴涨，P/E 之比都会给出不准确的价值指数。
- 目前还没有什么经济理论能够告诉我们 P/E 的正常值应该是多少。因为很久以来 P/E 一直围绕着 13 这个历史平均值而变动，因此人们自然地就会倾向于假设这一情形仍将继续。我们认为这一假设合乎情理，而且，随着用来解释它的令人满意的理论得到发展，这种假设将来很有可能会得到印证。但是，在此之前，这种假设还是相当靠不住的。因此，我们不能假设 P/E 的平均值在将来仍继续为 13。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“股票经纪人经济学”

正如我们已经指出的那样，我们的方法（带有一些新特征）与经济学专家们在阐述如何估价股市这一问题所采用的方法基本相同，因此它与绝大多数股票经纪人所采用的方法大相径庭。

经济学是一门艰深的学科。结果是，经济学家们觉得很难下定决心去与另外一种不同的观点抗争到底，而且似乎很容易陷入一些细枝末叶或是过分抽象的东西里而不能自拔。但有一件事所有的经济学家都应该认同，而且几乎都认同了。他们至少应该试着以一种科学的方法阐述他们的主题。他们对于科学方法的一致看法是，按照以下程序论证他们的主题，即：(1) 提出论点；(2) 运用观测结果对其加以验证；(3) 如果数据资料无法支持这个论点，那么放弃论点。经济学非常艰深，因为在一个复杂的世界中，提出能够得到验证并最终遭到否决的简单论点都不容易。不过，原则还是有的。

事实上，q 的概念就是有关科学方法的极好范例。当詹姆斯·托宾于 20 世纪 60 年代提出这个概念时，他还拿不出数据资料来验证他的论点。根据他的论点，他必须验证 q 具有平均回复性。从那以后，数据资料越来越多，他的理论以真正科学的方法接受了检验。如果这一理论经检验并非坚实可信，那我们就不会撰写此书。[20]

我们必须指出的是，“股票经纪人经济学”所采用的论证程序正好相反。每当一个论点因与数据资料不相吻合而遭到科学家否决时，股票经纪人总是习惯于拒绝接受与他们论点背道而驰的数据资料。方法的差异源自于动机不同。摒弃与自己论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点不相吻合的数据资料的科学家势必会遭到人们的鄙视，并将迅速变得无人问津，甚至沦为失业。（鉴于学术世界所具有的本质特性，无人问津并不总是意味着失业，但是通常情况下是如此。）股票经纪人的“观点”是，股票真神奇。任何放弃这一观点的股票经纪人都会很快变得因无人理睬而陷入失业。（对于股票经纪人来说，无人理睬和失业完全是一回事。）人们付给科学家们薪酬，目的是为了让他们探求真理；而人们付给股票经纪人酬劳，目的是为了让他们出售股票。

当然，股票经纪人也许会利用各种估价标准作为论据，但是，如果论据与“股票真神奇”这一观点相冲突，那么，股票经纪人利用它就没有什么商业意义了。鉴于这个原因，无论从理论的角度还是从实践的角度讲，股票经纪人交易时通常使用的各种指数都与价值分析不相吻合。

当然，偶尔他们也会使用一些更加值得信赖的衡量方法，但是，只有当它们与“股票真神奇”这一观点相一致时，他们才会这么做。结果，随着股市被越来越高地估价，股票经纪人逐步放弃了他们惯于使用的估价标准，其中包括股息收益率和P/E之比。这些衡量方法之所以遭到抛弃，并不是因为它们没有过去那样可信，而是因为它们不再能得出“股票真神奇”这一答案。这样一来，显示股市高估系数为2.5的q在股票经纪人中间就极其不受欢迎了。P/E之比也是如此，它所显示的股市高估程度与q相似甚至更高。当然，一旦股市下跌到更为明显的水平，我们就可以期待q和其他遭到抛弃的价值指数重新受到青睐。灵活性是股票经纪的实质。

所以，与基金管理者一样，股票经纪人在完成工作和估价股市之间存在着深重的利益冲突。不足为奇的是，自身利益通常占据上风。事情又并非总是如此，这一事实反映出少数人还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是享有了很高的声誉。

我们的写作动机是什么?

由于我们在考虑了股票经纪人的动机之后已经对股票经纪人提供的信息的客观性提出了质疑，因此，完全可能会有人问为什么每个人都该关注我们。在作为开场白的这几章快要结束时，我们想回答以下这个问题：我们写作此书的动机是什么?

的确，几乎对于任何一位撰写投资书籍的人，人们都有必要向他们提出这样的问题。最为明显的怀疑对象（由于太多而无法一一细述）是那些声称投资是快速致富新途径的人们。尽管我们已经说过我们对“有效市场假设论”持保留意见，但我们也说过，作为一种指导性原则，我们认为，它基本上还是可靠的。“致富”书籍显然违背了这一根本原则。实际上，真正给你提供比普通投资者快得多的致富途径的书籍应该是向你提供打开金钱机器的钥匙。为什么说作者应该给你提供钥匙而不是教你如何使用这个机器呢?即使是在作者出于善意而这么做的例外情形下，秘诀的公开出版发行也会摧毁其自身的价值。

我们也同样易于受到这样的批评。正如我们已经说过的那样，此书会帮助你避免损失钱财，但它很难令你暴富。那么，促使我们向你提供这一信息的动机又是什么呢?

坚信阴谋理论的人也许认为，我们是想借助此书获得巨大反响，从而使我们关于股市的预测能为我们自己谋取利益。从这一点来看，我们应该依靠选择贸易而突然暴富，而实际上选择贸易让你通过与股市打赌来赚钱。非常奇怪的是，尽管阴谋理论家错误估计了我们的动机，但在其他方面他们却说对了一半：是的，我们——或者至少是总部设在伦敦的史密瑟斯股份

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有限公司，我们双方都为其工作，要么是全职，要么是兼职——的确依靠“提出”与美国股市打赌的几种选择方案而赚得了一小笔收入（如果不是巨额收入的话）。但是这些选择方案真的只是两面下注而已——换句话说就是保险单。这本书又是一张保险单。

现在我们要解释一下：史密瑟斯股份有限公司依靠向资金管理者出售他们的研究成果而赚取收入。这其中有自相矛盾的成分，也就是说，如果我们对于未来华尔街的预测是正确的，那么我们的收入就有可能得不到保障。依靠金融研究赚钱需要具备两个条件：一是对你的说法感兴趣的客户；二是能够付得起咨询费的客户。当我们有关美国股市未来走向的预测得到印证时，毫无疑问，客户们会对我们接下来要说的话兴趣十足。不幸的是，他们中有相当大一部分人很可能无力支付听取我们忠告的咨询费。股市低迷之时总是华尔街或伦敦金融界从业者的困难时期。正如我们预料的那样，如此恶劣的时期几乎可以肯定地意味着：即使那些设法生存下来的公司也将被迫紧缩其研究预算。因此，预测得到印证所带给我们的喜悦很有可能会被生意有可能遭受重创这样一种认知所冲淡。

另一方面，由于我们对出版业不太熟悉，因此在我们看来，对于美国股市的正确预测将大大有助于促销此书，这种想法似乎合情合理。我们得到的版税报酬加上选择贸易的收入，很可能足以抵消生意受创所带来的冲击，但是至少它们是向正确方向迈出的一步。

注解：

17. 为了避免看起来像是陷入了寻找论据来验证我们先前已经得出的结论这样一种境地，我们必须强调，这不是我们的论证程序。正

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如我们要在以后的第25章里解释的那样，我们的程序是：一一阐述其他指数的弱点，然后引出我们的结论，即：q终究是惟一令人满意的指数。

18. 在约翰·坎贝尔和罗伯特·希勒教授的论著中有一个例子。他们已经发表了许多这方面的论文。他们于1998年秋刊登在《有价证券》杂志上的《估价率与股市远期展望》一文得出的结论与我们非常相似。

19. 其他估价标准大多可以以这种形式来表示。

20. 在写给经济学专家看的一篇论文中，作者之一的史蒂芬·赖特已经把支持这一说法的技术性统计数据一一列出。那篇论文是史蒂芬·赖特与剑桥大学的唐纳德·罗伯逊共同撰写的，题目叫《有关长期股票回报率的好消息与坏消息》，它刊登在剑桥大学应用经济学系出版的第9822号《研究论文集》里。你也可以从《电子附录》中找到。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二部分
股市风险与回报

我们已经把 q 背后所隐藏的一些主要观点介绍于你，现在我们有必要系统地阐述我们的论点。在第二部分里，我们暂停对 q 本身加以讨论，而要考虑一下为什么长线投资者应该对 q 兴趣浓厚。在第三章里，我们已经指出，最近几年股市出现的异常行为已经使人们的期望值扭曲变形。投资者已经很难平衡地看待未来可能产生的回报以及与之相关的风险。第二部分就是为了恢复这种平衡。我们的主要目的是：

- 提醒你注意较长历史时期里回报和风险的状况。
- 指出股票状况被过分地夸大了，正如通常显现的那样。它忽视了大多数投资者的储蓄方式，或者更确切地说是为什么储蓄。
- 说明尽管对于长线投资者来说股票扮演了至少重要的角色，但在人的一生中有一些时期（最最值得一提的是退休之后）很不适合投资股票；也有一些重要的时期，所有的投资者都应该撤离股市。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 复利的威力（或如何吹嘘股票）

投资股票的报酬

正如我们已经指出的那样，近几年来股票投资者们的生活安然无忧。结果是，他们很难对未来做出理性的展望。在下面的几章里，我们不但要考虑投资股票的报酬，也要考虑投资股票的风险，目的在于恢复一点平衡。为了做到这一点，我们不只是要对过去一二十年，而是要对整个20世纪作一番回顾。[1]

将从这一章开始，我们首先要考察一下人们经常讨论的股票状况，即：在足够长的时间里，股票总是比其他竞争资产产生更高的收益。

我们已经强调过，它们之间的差额还没有大到接近于近几年里所见到的程度。超长期的平均实际收益率（成本前）约为每年6¾%。股票的实际收益率似乎像q一样在向着平均数回复，这是一个很有趣的问题，我们在后面会详细论述。收益率在短期也许会有很大波动，但是，较长时期的平均收益率绝不会偏离这个稳定的平均值太远。因此，无论过去还是将来，6¾%的平均收益率就成了投资者对长期收益率进行理性预测的适当基准。

如果投资者投资股票的时间足够长，那么收益率上的细小差异会导致迥然不同的最终结果。有人就利用这一特性来吹嘘

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票投资的收益。复利的威力如此巨大，即使是每年 6¾%的收益率也能在较长时期内复合成巨大的数字。在这一章里我们要看两个例子，它们将证明把这个论证逻辑推至荒谬境地是何等地容易。

对股票收益程度的夸大其辞有许多建立在错误的假设之上，这些假设也被冠以“购买－持有”策略的名义。我们在下一章中将会看到，投资者通常都不是只购买一次股票就罢手，而是反复购买。更为重要的是，他们购买股票的目的不是为了持有股票，其最终目的当然是为了消费。现实世界的投资者的这两个特征在很大程度上限制了他们从复利的威力中获取利益。尽管投资股票的理由充分，但它还是被夸大了。

另一个关键点是，近几年来的愉快经历已经使许多投资者忘记了风险与收益之间的必然联系。最近他们获得了收益，但他们还没有，而且是不得不，对风险保持警觉。在第二部分的最后一章，我们将证明风险真真切切地存在着。

复利的威力

复利是一种神奇的东西。如果你等待的时间足够长，它能够将任何微不足道的小钱变成一笔巨额财富。

今天，每一个美国小学生都对荷兰贸易者如何得到曼哈顿岛的故事耳熟能详。1624 年，荷兰贸易者仅用价值 24 美元的少量商贸货物就从美洲土著手中骗取了曼哈顿岛。撇开虚构与传奇的成分不谈，应该说，美洲土著被欺骗的说法是被相当程度地夸大了，因为它们忽略了物价上涨的因素：按照实际支付力计算，1624 年的 24 美元大概相当于 1998 年的 800 美元左右。[2] 但是，即使是这个数额也只能为你在当今的曼哈顿买到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几个平方英寸的面积。

然而，有一个学派认为美洲土著一点儿也没有被欺骗。按照他们的观点，支付给曼哈顿卖主的价码完全公道——甚至还很慷慨。有人声称，只要美洲土著当时将他们的 24 美元明智地投资了，那么现在他们就能够再将曼哈顿买回去。

这样的主张依靠的是两样东西：复利的威力，以及下面这个假设，即那些印第安人拥有另一种几乎取之不尽用之不竭的更为重要的日用品，那就是耐心。第一件东西无可否认，第二件却存在着很大争议。我们将在适当的时候重新回到出售曼哈顿这个问题上，但是我们首先要讨论一个更加接近事实的例子，尽管它不是非常地接近事实。

你的四位曾祖父

大多数人都有四位曾祖父。[3] 让我们假设你在这一方面与大多数人一样，但是与大多数人不一样的是，你的四位曾祖父都具有异乎寻常的远见卓识。事实上，他们就是投资高手，就像 18 世纪伟大的园艺家“能干的布朗”那样杰出，这位园艺家在许多大街两旁都种上了成排的树，那些树木要过一个多世纪才能成材，只有他的曾孙辈才有希望看到那些树木茂盛葱茏的美景。

在一个晴朗的日子里，你收到四封信，是四位不同的律师寄来的。每一位律师都写信通知你，你的一位曾祖父早在 20 世纪开始时就设立了一个信托基金，这个基金是专门为你而设立的。每一份遗嘱都规定你有权在 1997 年末得到那笔钱，但是，在经历了合理的法律耽搁之后，律师们直到现在才开始考虑把这事告诉你。在所有这四种情形中，基金管理费以及律师费都另外支付过了——这真是谢天谢地，所以，全部四个基金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的收益都属于你。[4] 在所有四种情形中，红利或利息从1900年开始就被不断地重新投入到基金中，这样，复利的威力就能够真正地发挥作用。

第一位曾祖父在1900年投资了100美元，他把钱买了股票，而且他的投资组合结果证明丝毫不差地与杰里米·西格尔在《股票：长线法宝》中使用的总的股票收益率综合指数相吻合。由于所有股息都进行了再投资，你现在比你打开信封前富裕了100万多一点。换句话说，你曾祖父当初的投资增长了10000倍多一点。

第二封信结果令人失望。这位曾祖父也与第一位曾祖父一样富裕，他也在20世纪开始时就投资了100美元。但是他更为谨慎，他没有把钱投在股票上，而是嘱咐他的律师把这笔现金存进一家信誉很好的银行。[5] 结果是，你不是赚取了额外的100万美元，而是少得多。这项基金加上再投资的利息，总共支付给你4000美元少一点。这位富裕而谨慎的曾祖父的投资增长了不是10000倍，而是仅仅40倍。

“唉，”你叹了口气，“但愿下封信带来更好的运气。”说着你就打开了第三封信。这封信的消息明显比上一封信好，但它好的方式却很有趣。这第三位曾祖父不如前两位富裕。他当年拿不出100美元来为你投资。但是，他所投入的金额很奇怪，5.28美元。原来，由于某种奇特的巧合，按照目前的价格计算，这个数目正好等于100美元。因此，你从这项基金中得到的钱款相当于今天的100美元用在当初的投资中所产生的实际收益。你很幸运，这位不太富裕的曾祖父当年对股票充满信心。结果是，尽管他所投的金额只相当于你那位富裕但谨慎的曾祖父所投金额的约1/20，但是这项基金最终支付给你的实际金额约为58000美元。由于当初的投资金额相当于今天的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

100 美元，这项基金按实际价格计算增长了 500 多倍，而按名义价格计算则增长了 10000 倍。因此，你会得到强烈地提示，由于物价上涨的原因，你表面上的财富增长程度被夸大了 20 倍，所以，你从你的第一位曾祖父那里继承的遗产虽然表面上看多得难以置信，但其中有许多是虚幻的，因为只有这样才能跟上物价上涨的步伐。

最后一封信濒临悲惨的边缘。你的第四位曾祖父和第三位一样贫穷，并且也投了 5.28 美元，或者说相当于 1998 年的 100 美元。但他既贫穷又谨慎，根据其后人的观点，可能这是最差的个性组合，所以他把钱存进了银行。这项基金只支付给你 216 美元。按实际价格计算，这项基金在长达几乎一个世纪的时间里仅仅翻了一倍。

表 5.1

复利的威力

	投资于股票	投资于银行储蓄
1900 年投资 $ 100 到 1997 年年底时的价值	$ 1099015	$ 4092
1900 年投资 $ 5.28 到 1997 年年底时的价值	$ 58028	$ 216
隐含的复合平均数：名义收益率	9.96%	3.86%
隐含的复合平均数：实际收益率	6.68%	0.75%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跨越很长时段的复利的威力就解释了你所收到的钱款之间的巨大差异。表 5.1 显示的是这四笔钱款的数额和产生这些数额的四个相关复合平均收益率。[6]

一旦你考虑了看起来很不起眼的复利差异的影响，你就会很容易地使股票显得比其他资产更好，不是一般的更好，而是令人难以置信的更好。但实际上，这个例子在逻辑上是荒谬的，正如它在数学上是正确的一样。要想知道原因，让我们再来看一下那个更为极端的出售曼哈顿岛的美洲土著的例子。

再谈出售曼哈顿

考虑到复利的威力，使我们的美洲土著富得足以把曼哈顿再买回去都是可能的，只要他们有足够的耐心。但是，考虑到所涉及的时间之长，由不同的利率所造成的差异会变得非常巨大，因而这一切的结果只会暴露出这种算法的荒谬之处。表 5.2 显示的就是这个计算的结果。

如果利率的差异在你四位曾祖父的个案中很重要，那么其影响与表 5.2 中所显示的数字比起来就相形见绌了。假如耐心的美洲土著仅仅设法从这一投资中获得每年 1% 的平均收益，那么那份耐心所能得到的酬报比一辆二手车的价格也多不了多少，这样，他们的后人就可以开着这辆车行驶在先前属于他们的土地上。但是假如他们的收益率为每年 6%，那么他们最终就会得到 2.3 万亿美元，按照华尔街所说的 1998 年时美国上市公司的价值，这笔钱可以买下大约 1/5 的美国上市公司（当然，我们不会建议他们在这种时候进行这样的购买!）。只要在此基础上再多赚取每年 1% 的收益率，他们将最终获得 77 万亿美元，这会使他们几乎买得起全世界一切可买的东西。[7]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 5.2

根据假定的实际投资收益率，
美洲土著的 24 美元到 1998 年年底时的价值一览表

假定的实际收益率	一次总付的价值
1%	$ 32984
2%	$ 1313921
3%	$ 50492512
4%	$ 1873155522
5%	$ 67127858289
6%	$ 2325404711912
7%	$ 77917999432506

但是，正如我们在前面所说的，这两个例子都是荒谬的，正如它们在数学上是正确的。它们证明了建立在复利的威力上的论点所存在的根本弱点，它们都假定投资的目的是致富，但从来都不花钱。然而，储蓄和投资的主要目的是为了将来生活得比较宽足。我们不能碰的钱是不会令我们变得宽裕的。

以历史为基础的“购买－持有”策略的论点几乎无一例外地要运用复利的威力，或者，我们应该称之为“耐心的美洲土著的投资模式”。想到这一点真是令人惊奇。这种名义上的投资者活着就是为了储蓄；他们的储蓄不是为了生活。当然，他们纯粹是虚构的。在下一章中，我们要看一看收益率上的差别可以给更加现实的投资者带来什么。我们还要看一看，以 20 世纪的经历为基础的收益率上的差额是如何夸大股票的相对表现的。把这两点都考虑进去，我们就会明白支持股票的论点尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管还很强烈，但其强烈的程度会减轻许多。

注解：

1. 本书中，我们会经常强调：考虑全部可得到的数据，而不是考虑仅仅经过选择的数据是非常重要的。我们可以查到过去 100 年有关股市的相当好的数据，有些数据甚至能够追溯到 200 年以前。在稍后的几章中，我们将回顾能够找到数据的整个时期，这几乎要追溯到 19 世纪初。
2. “大概”这个词用在这儿绝对恰当。惟一可以找到的长期（批发）价格数据要追溯到 1720 年（这些数据来自 G.F. 沃伦，F.A. 皮尔逊和 H.M. 斯托克的《1720 年至 1932 年这 213 年间的批发价格》）；至于此前的 100 年，我们只有求助于推断法了，用英格兰银行建立的英国价格序列来推断。价格上的重大变化当然发生在 20 世纪：虽然价格在 1620 年至 1914 年间可能大约仅仅翻了一番，可是，在 1914 年至 1998 年间，在美国，价格却增长了 17 倍。
3. 四是一个最大数。实际数量取决于你的家族中表/堂兄弟姐妹之间通婚的程度。
4. 这个故事中的最后一个因素可能是把可信性扯至极致的一个要素。
5. 为了估算你可能得到的利息，我们用短期国库券的收益率来计算。
6. 复合平均收益率告诉你，用你在定期开始时投入的金额为开端，一个什么样的收益率常数将会给你带来期满时你所拥有的那个金额。譬如，按名义价格计算，给你带来股票复合平均增长率的公式是：

$$\frac{1002931.31}{100} = 1.0996^{97}$$

7. 反正到这个时候他们必然已经拥有了这一切。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章 股票收益率的真正影响

细小差异的获利结果被夸大了

上一章的两个例子在有关收益率上的差异究竟有多么重要方面告诉我们的很少。实际上，细小差异的获利结果被夸大了理由有三。

- 实际投资者的投资时间不会持续这么长。他们通常要把至少一部分资金用于退休时的消费。那些纯粹为子女，更不要说为孙子辈或曾孙子辈的利益而投资的利他者毕竟是极少数。财富继承人经常是自己也有工作，但是他们一般还是要花费其投资上的收入。那些经常储蓄的人只有在他们储蓄了很多年之后才会有一些钱去投资。
- 一旦你考虑人们进行实际投资的更短的时间段，较高收益率的利润看上去就远不那么令人激动了。
- 几乎可以肯定，20世纪的股票收益率与其他竞争资产的收益率之间的平均差异夸大了正常情况下的差异程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个更为现实的比较：经常性投资者

大多数人储蓄的方式与你的四位曾祖父或耐心的美洲土著之间仅仅存在着非常有限的关系。他们不是一次性存上一笔一次总付的钱款，而是在一生当中经常不断地存钱，目的就是为了积蓄足够的钱以便在退休后靠此生活。经常性储蓄限制了从收益率差异上获得的收益，这里有两个关键原因。

第一个原因是，只有第一年存进的钱才能充分从复利的威力中获益。假定你连续 30 年每年存进 100 美元。第一个 100 美元会得到 30 年复利的利息，而第二个 100 美元只能得到 29 年的利息，以此类推。平均下来，存进的每 100 美元所获得的利息只有全部存期利息的一半。在投资 15 年和投资 30 年之间存在着非常大的差别。假如用我们所使用过的相同收益率来说明那位曾祖父的遗产，那么，15 年后股票投资者将会比此前富裕 2.5 倍，但是 30 年后他们将会比此前富裕 5.5 倍。

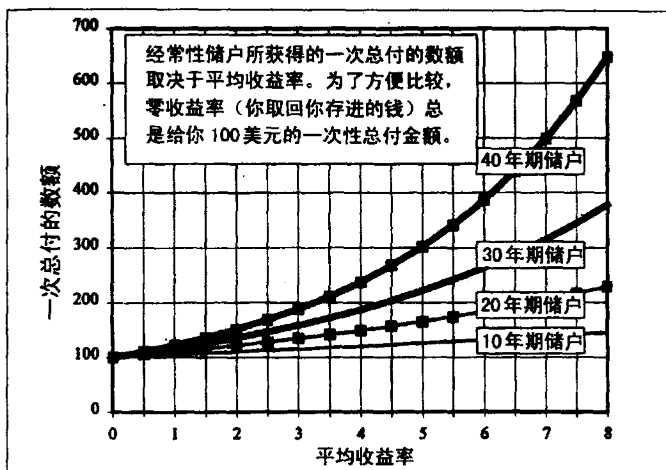
第二个原因是，大多数人的收入以及他们的储蓄能力，在他们的整个工作时期是不断上升的。此外，他们储蓄的比例并不是每年都固定不变，而是随着他们年龄的增长而增加，甚至按他们收入增长的比例增加。[8] 这与最大限度地发挥复利的影响正好背道而驰，因为在人的一生中，早年存进的钱的利息增长得最多。

图 6.1 显示的是，当储蓄的时间段不同时，不同的收益率是如何影响投资者将要获得的一次总付的钱款数量。[9]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 6.1

不同收益率对经常性储户的影响



如图所示，较高的收益率明显增加了一次总付的金额，而其影响也随着存期的增长而增加。然而，这张图还说明，尽管收益是实质性的，但是与我们在前文所列举的两个长期的例子中可能预期的如此惊人的数量还有很大距离。

被夸大的差额

当我们在考虑较高或较低的收益率的影响时，建立一个合适的比较基础也非常重要。股票为什么会在 20 世纪，尤其是在战后时期，显得是一种特别好的投资，这里面有三个原因。

● 第一个原因我们已经在前几章提到过，那就是在 20 世

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪末股市的价位被如何地高估，它甚至影响到整个世纪的平均收益率。

- 在比较收益率时通常会忽略下面这个事实，即在管理和经纪费用方面，持有股票组合比持有政府债券或现金存款的费用要高很多。
- 因为物价上涨的影响，20 世纪，尤其是战后时期，是债券和现金特别萧条时期，这和股票正好相反。

这些因素没有一个意味着有利于股票的收益率差额会消失，但是这个差额的确在明显地缩小。表 6.1 说明了三个因素对引起你四位曾祖父遗产价值巨大差异的收益率的影响。

表 6.1

实际收益率的调整

	股票	现金	有利于股票的差额
现行实际收益率	6.68%	0.75%	5.93%
1997 年估价过高的影响	-0.7%	未受影响	
组合管理及其他费用	-1.0%	-0.5%	
稳定通涨的影响		+1.25%	
调整后的实际收益率	4.98%	1.5%	3.73%

第一个调整考虑到以下事实，按照我们的估计，美国股市被过高估价的程度在 1997 年年末接近两倍。即使时间跨度长

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达97年，这个过高的估价也把自1990年以来的年平均收益率削弱了将近0.75%。

第二个调整很粗略和现成，但是假定投资组合的管理费用每年要消耗股票组合价值的1%，那么其收益率也会减少这么多。我们认为现金存款的收益率与短期国库券的收益率（对此我们有历史数据）之间的平均差额只有这个数量的一半。[10]

第三个调整也很粗略和现成，但是相当重要。20世纪期间，债券和现金储蓄获得的微薄收益率平均起来受40年代到70年代末这个时期的影响很大，这一时期的通货膨胀比在大多数时候预计的要高出许多，因此，债券或现金储蓄的收益率按实际价格计算接近于零甚至为负数。自那以后，在通货膨胀比此前稳定得多的一个时期里，现金储蓄的收益率按实际价格计算每年约为2%，债券的收益率约为3.5%。[11]

所有这些调整的最后效果就是大大减小了有利于股票的差额。

这样的调整使投资股票和投资其他资产的结果产生了很大差别。表6.2显示，如果储户作出的惟一选择是把钱存进银行，而银行支付的存款利息仅仅与通货膨胀率持平，那么，倘若这些定期储户改为投资股票，30年之后就会因投资股票而富裕两倍。但是，如果可以选择持有收益率为3.5%的债券，那么股票将只会带来25%的利润。比较显示，当前人们对股票过分充满信心有一部分是战后高通货膨胀率的残余影响。

在写本书时，与一个收益率按实际价格计算为3.5%的可选资产做比较特别合适。美国财政部目前正在发行与物价指数挂钩的债券，这种债券是最终的安全资产，因为政府不仅保证偿还，而且是按实际价格偿还：本金与利息都保证会按消费者物价指数增值。这样的债券目前的收益率比我们假设的3.5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

要高出不少。

表 6.2

与经常性投资者在股票上的收益率比较

储蓄期限（年）	一次总付金额的差异百分比	
	与利息为 0%的银行存款相比	与收益率为 3.5%的债券相比
10	24%	6.8%
20	59%	15.3%
30	102%	25.1%
40	157%	36.1%

确定无疑，收益率上的差异的确能产生影响，但其盈利要远远低于平常那个“股票真神奇”的故事令你相信的那个数。这突出了重要的两点，第一点是股票最适合于那些真正做长线投资的投资者。你得投资至少 20 年或 30 年才能够获得实际利益。第二点是人们一直在误用复利的威力来吹嘘股票，甚至是长期的股票。

另一个现实的比较：退休者

对于那些已经积蓄了存款以备退休之用的退休投资者而言，投资股票的报酬就更加有限了。[12]这是因为那些退休者正好与那些耐心的美洲土著情况相反。这些年来，他们一直在储蓄，现在终于到了实现最终目标的时候，要知道，他们的最终目标就是花钱。即使最谨慎的退休者也不会想要积累一笔额外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的资金，而一定是打算把积蓄花掉，尽管花得很慢。这个过程严重地限制了从更高的股票收益率中获得进一步的利益，除非投资者计划早一点开始退休，或者晚一点结束退休（这两者都需要相当好的运气，尽管在形式上有相当的差异）。

投资者在退休时的另一个选择是购买养老金。这一措施保证他们会得到其所有储蓄的全部价值，而不会给子孙留下什么。购买这些养老金的收入取决于保险公司在其投资上所获得的收益率。因此，比较养老金在其投资的不同收益率上提供的不同水平的收入，是说明较高的收益率对于那些退休者相对缺乏重要性的一个简便可行的方法。[13]在实际生活中，由于我们将要在后文解释的原因，要购买能够获得类似于股票收益率的养老金是一件不可能的事，但是这个结果也许可以在假设的基础上计算出来。

表 6.3 显示，较高收益率的影响对于那些退休者来说是有限的，即使假设他们能够购买可以获得股票收益率的养老金。无论共有基金的销售代表或股票经纪人对你说了些什么，一旦你已经退休，高收益率就真的不那么重要了，至少在可行的范围内是这样。只有那些退休早，或辞世晚的人才能够真正获得相当大的收益。

对于一个预计还有 10 年寿命的退休投资者来说，从一个提供股票收益率的养老金上，而不是从与物价指数挂钩的政府债券上获得的平均收入的增长，还不到 10%。[14]但是我们必须强调，这个数字把股票平均收益率看成是有保证的一样。在收入围绕其平均价值变化方面，我们已经回避了这个策略所涉及的风险。我们将在下一章中讨论这个问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 6.3

从与物价指数挂钩的债券中
和从股票中获得的平均退休收入的差别

预计寿命	%收入差别
10 年	6.1%
15 年	9.2%
20 年	12.2%
25 年	15.1%

被夸大的理由

我们已经明白，对于经常性储户，有充分的理由让股票成为正常时期的主要投资工具。由于复利的威力，他们储蓄的时间越长，这个理由就越充分。的确，在适当的时间范围内，复利不会对你产生那个巨大的魔力，就像它对你曾祖父的遗产，或者对那些耐心的美洲土著曾经产生的那样，不过它却能发挥很大作用。然而，你越是接近退休的年龄，购买股票的理由就变得越不急迫，即使你只看收益率而忽略风险。但是，有理性的投资者不会忽略风险，我们在下一章中将会考虑风险问题。

注解：

8. 人们只有在年事渐高时才会对储蓄养老的必要性表露出足够的担忧。
9. 为了便于比较，我们假定，如果你的实际收益率为零（换句话说，你所做的是保持你的存款的实际价值），那么支付给你的一次总付金额为 100 美元。我们还假定，无论你的存期有多长，你的收益相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于你收入的比例是一个常数，这个常数我们假定为每年 2.5%（大约相当于国内生产总值 GDP 的增长值）。

10. 对管理股票投资组合——甚至是很大的组合——的典型费用所做的研究表明，我们所做的假设还是保守的，大部分投资者所支付的管理费用可能比我们假设的还要多。比如，参见基思·P·安巴奇希尔的《养老基金管理经济学》，刊于《金融分析家杂志》（1994 年 11 月～12 月号）。银行存款利息与短期国库券利息之间的差价更加难以估计，尽管有证据表明我们的数字在不久前的过去有点估计过高。很有可能这个差价和证券基金管理费两者都会最终降下来，但是我们认为从收益率比较方面看这两者的下降实际上已经抵消。

11. 这些数字也与其他一些国家的数字很相似，最显著的是战后的德国与瑞士，它们都没有受到严重通货膨胀的袭击。

12. 我们还要在后文中证明，由于这些潜在报酬的不确定性，要从较高的收益率中获得实际利益是一件非常棘手的事。

13. 考虑到存在与物价指数挂钩的债券，这一点我们已经提到过，这样的比较现在做起来就比以前要清楚得多。所以，给投资者提供免受物价上涨因素影响的，而且按实际收益率来计算的养老金，对于人寿保险公司来说是可能的。本书的一位作者就有一份免受物价上涨因素影响的养老金，这是他在 52 岁那个较低年龄时从一家投资银行业务部为退休而购买的。不过，这是在英国，“与物价指数挂钩的”债券在英国存在的历史要比在美国久远得多。

14. 这假设与物价指数挂钩的债券的收益率为 3.5%，而股票则产生其历史平均实际收益率。在本书交付印刷时，与物价指数挂钩的债券的实际收益率接近 4%，而且股票的将来收益率似乎没有什么可能接近其历史水平。所以，实际上，在写作本书时，我们预计投资者如果选择了与物价指数挂钩的债券，而不是股票，那么他们将来的收入会多得多。但在这个阶段，我们所关注的是在平均条件下进行的比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章　股市风险：一段历史

风险总是伴随着收益

股市的上涨已经导致许多投资者忘记了风险与收益之间不可避免的联系。这大概是因为他们已经先获得了收益，而尚未意识到风险的存在。我们将证明风险是非常真实的。假如历史是我们前进的依据，而又没有其他向导可用，那么有可能华尔街会开始严重并永久地影响大多数当今投资者的生活标准。

那些强调从持有股票中获得高收益的人通常都没有对风险给予相同的重视。这等于是忽略了经济学中最为基本的理念之一，这个理念在米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）的广为引述的原则当中得到了很通俗的概括，那就是天下没有免费的午餐。[15]市场不会无代价地给予。就金融市场来看，更高的收益率总是反映更高的风险。

在牛市期间，天下没有免费的午餐这一原则很容易被忘记。几乎从定义上看，牛市就是指这样一段时期：其间，投资者获得高收益而遇到明显风险的机率很小——如果有任何风险的话。这很容易导致下面的想法，即原本就不存在任何风险。真实的结论是投资者很幸运，这一点只要稍微瞥一眼更长一段的历史就会发现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票收益率的变化性

要获得股票的高收益率，投资者就必须对价值的上小波动有思想准备。由于有这些波动，收益率从一个时期到另一个时期变化很大。股票价格波动越频繁，投资者对其将会获得的实际收益率的把握就越小。因此，在股票产生的平均收益率与投资者获得的实际收益率和那个平均收益率产生很大差别的概率之间，就有一个权衡。

过去，我们已经看到，持有股票所获得的收益率比持有现金存款的收益率要显著高出许多。但是，那些持有现金存款的人都会获得大致相同的收益，他们不受需要花钱的时间限制。但是，股票投资者的情况就与此大不相同了，他们的平均收益率要更好一些。但是，他们所冒的得不到这样的收益率的风险也大得多。收益率围绕其平均值波动的程度决定了投资者要获得那些收益所必须承担的风险。

图 7.1 显示的是股票投资者在 20 世纪的每一年所获得的实际收益率。为了说明收益率是多么地易变，这个图还标出了收益率在 90% 的时间里所处的范围。我们还会在第 17 章里证明，20 世纪股票收益率的变化情况与 19 世纪的变化情况基本相同。[16]

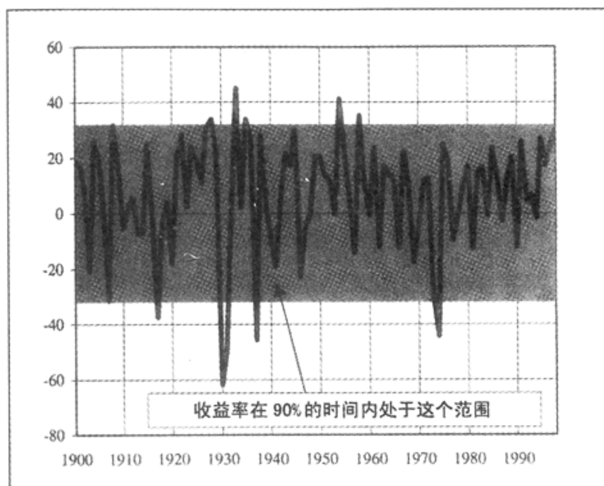
短期收益率如此巨大的变化使得投资者在投资股票时对必须接受的不确定性有了一定的了解。但是这不会明显地转化为对真正重要的事情产生影响，这个重要的事情就是个人的生活标准。为了使大家对这一点有一个切实的感受，我们将在下一章中研究收益率的变化性会对我们以前讨论过的两个例子——经常性储户和已经退休的投资者——产生何种影响。不过，在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个上下文环境中，首先概略地看一段历史也是有益的。

图 7.1

20 世纪股票收益率的短期变化性



20 世纪的实际股票价格

作为第一步，我们要看一看股票价格都发生了哪些变化。按实际价格计算，它们在 20 世纪的历史就显示在图 7.2 当中。完全有理由要求把这张图附在共有基金的任何宣传材料上，就像把图解式的公共健康警示语附在香烟盒上一样。这张图也许比通常的否认声明更加有效，那样的声明大多是和这样一行字排在一起：股价有涨也有跌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 7.2

1900 年～1998 年的实际股票价格

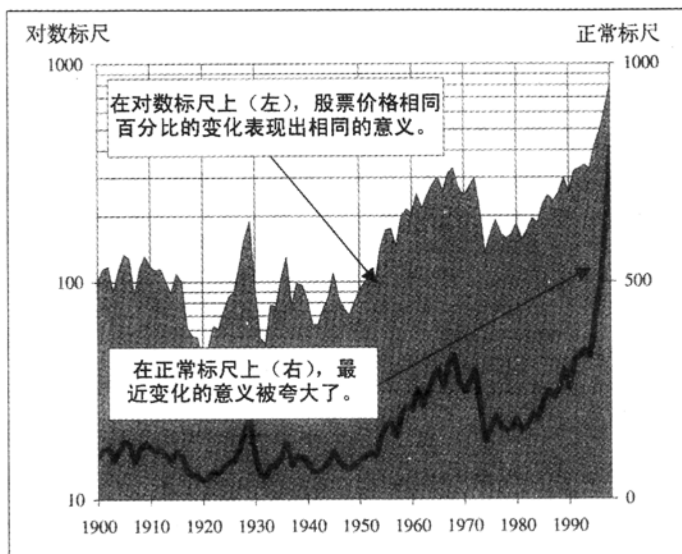


图 7.2 显示的是在对数标尺和正常标尺上出现的实际股票价格。我们将会经常用到对数标尺。假如你想不起来对数是如何运算的也没有关系。要领会的惟一重要的东西是，对数标尺可以使你的眼睛不失真地去评估价格变化的意义。比如，在正常标尺上，从 100 涨到 200（上涨幅度为 100%）与从 200 涨到 300（上涨幅度仅为 50%）看起来是一样的。显然这是一种误导。使用对数标尺就避免了这个问题，在对数标尺上，从 100 涨到 200 与从 200 涨到 400 看起来一样（二者的涨幅都是 100%）。[17]

在后面的章节中，我们将更加详细地考虑图 7.2 背后的故事。但是现在，我们要关注几个主要特性，这些特性从投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的角度来说是至关重要的：

- 股价有涨也有跌的说法当然是正确的。这个说法不仅是指短期变化性，而且同样适用于相当长时期的价格运动。
- 如果你把这张图的前一部分遮盖起来，仅露出 50 年以后的部分，你就会产生这样的想法：预期从股票上获得实际资本收益是完全合理的。然而，如果你只看 20 世纪前一半，你就会产生另外的想法：实际股票价格没有明确的趋向。不过，这并不意味着持有股票在 20 世纪后半叶比在前半叶回报更大。事实上，股票的全部收益，包括股息在内，在这两个时期基本一样。所不同的是，在前半叶，收益的大部分来自于股息，而在后半叶，资本增值变得越发重要。[18]但是，由于资本价值比股息的波动要大得多，对资本收益更多的依赖就增加了股价变化性的重要性。
- 这张图很清楚地表明，在 20 世纪的不同阶段，股价下跌所持续的时间都相当长。粗略地划分，这样的时期有三段：（1）从 1906 年往后的 15 年；（2）从 1929 年往后的 25 年左右，忽略价格在 30 年代中期的短暂恢复；（3）从 1968 年往后的 15 年。换句话说，20 世纪大约有 1/3 到 1/2 的时间可以大致被概括为“熊市”。这些不是简单的短期变化性的时期；它们对更长期的收益率产生了重大影响，因此也对股票投资者的生活标准产生了重大影响。
- 如果你回过去看图 2.1，你就会注意到上面提到的每一个时期都出现在 q 的高峰之后。也就是说，每一次熊市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都紧随着一段重大的估价过高的时期而来。

- 按实际股价计算，最近的牛市与此前记录的牛市的股价一样大，而且持续的时间也一样长。此前记录的那一次牛市是紧接着战后出现的，它最终于 60 年代末失去了强劲的势头。
- 因为有许多人讨论过，所以值得在这儿提一句题外话，或者用肖洛克·霍尔姆斯的爱好者的说法——一只不叫的狗。[19]在大众神话中，最近的一次“暴跌”，也就是 1987 年 10 月的那一次，几乎就没有在这张图中出现。对于股市历史学家来说，1987 年并没有被记录为一个严重的熊市。报纸上的文章称 1987 年是一次不可能再次出现的可怕的暴跌。这样的评论显示出对历史的极度无知。比较而言，投资者对像 1987 年那样的小波动是没有什么可害怕的。对于所有与那次暴跌相关的令人恐慌的事件来说，投资者应该知道，为了避免历史再次重演，要用恐惧的眼光去回首的最近一个时期不是 1987 年，而是灾难性的 70 年代的那 10 年。

从图 7.2 上要记住的要点是，在 20 世纪，大约有超过 1/3 还要多的时间里，我们一直生活在熊市当中，而且每一次熊市都是紧随在一个 q 的高峰值之后。我们将在下一章证明，那些从这些时期中生活过来的人就会发现，这些熊市对他们的生活标准产生了很大的负面影响。

总计收益率（再谈耐心的美洲土著）

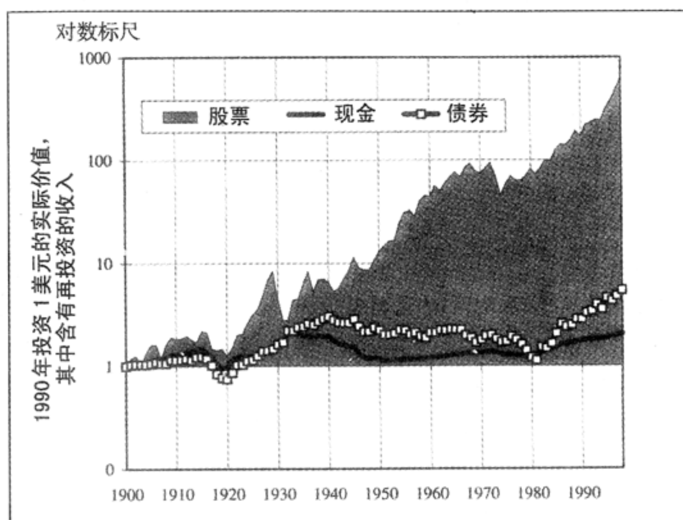
当然，图 7.2 告诉我们的只是历史的一部分。股票投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在时机好时可以获得资本收益，还能得到股息。这一点通过总计收益指数来显示，这个指数不仅混合了实际资本增值，而且还混合了通过股息再投资而积累的额外资本。

图 7.3

1900 年～1998 年总计实际收益指数



从某些方面讲，总计收益指数会更真切地反映本来面目，因为股息的重要性是不可否认的。但从另外一个重要方面看，它们所反映的面貌却是扭曲的。因为总计收益指数是通过展示投资的价值会如何随着时间而变化，而不是仅仅展示它们今天的价值，来告诉你耐心的美洲土著的投资或者你的曾祖父的遗产可能会发生什么样的变化，正如我们在第 5 章所讨论过的那样。就这一点而论，你会料到总计收益指数所反映的面貌是扭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

曲的（因为，正如我们所观察到的那样，耐心的美洲土著的投资模式是远远不实际的），它还会把相对小的收益差距进行放大，以致于它们不能反映对实际投资者的真实影响。

正如图 7.3 所显示的，实际发生的情况就是这样。这张图与数量相同的现金存款和长期政府债券并排显示了股票总计收益指数。这几项都是按实际价格计算的，而且像图 7.2 一样，使用的是对数标尺。

图 7.3 与图 7.2 形成了鲜明的对比。最明显的特征正是我们所期待的：与其他资产的收益相比，股票的累计总收益大得惊人。但是这张图还有一些其他有趣的特征，尽管它不像前者那么引人注目。这些特征中最重要的一点是，较短时期相对较高的股票收益率的明显程度要比超长时期小得多。

股票、债券和现金存款的长期、而不是短期的相应表现上的显著分歧在图 7.4 当中变得更加明显。这张图显示的是股票对债券和现金（还是由短期国库券的收益来代表）的相对收益，而不是每一种资产的实际收益。比如，请看标有“股票对现金”的那条线。在这条线的上升时期，股票的表现优于现金，而当这条线下降时，现金是更好的投资。[20]

这些相对收益指数显示，股票与债券或国库券几乎不能并驾齐驱，不仅前面讨论过的三次熊市全是这样，而且其他时期也是一样，比如从 1980 年到 20 世纪 90 年代中期的这段时期。在这些时期，债券要么与股票的收益率相当，要么甚至超过了股票的收益率，尽管股票的表现良好。

我们注意到，在看图 7.2 时，在实际资本增值方面，80 年代和 90 年代的牛市与 50 年代和 60 年代的牛市看起来十分相似。然而，图 7.4 显示，就相对表现来说，更早些时期给人的印象要深刻得多。在这两个时期，股票都提供了相似的高收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率。不同的是，在 50 年代和 60 年代，现金和债券提供的收益率较差。

图 7.4

1900 年～1998 年相对收益指数

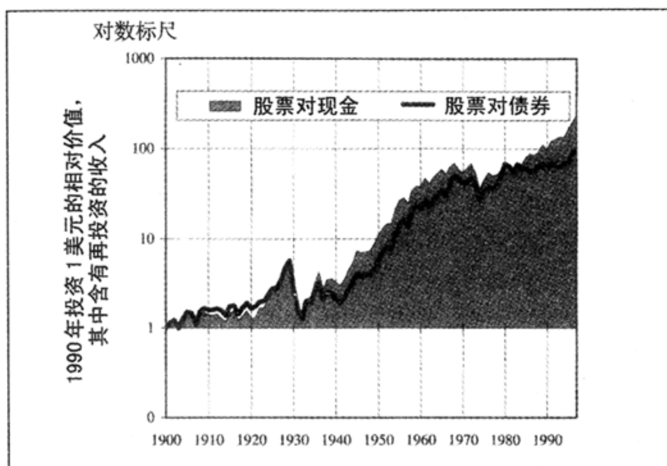


图 7.4 显示的另一个重要特征是，投资者通过从投资股票转向投资债券或现金存款从而获得更好业绩所需经历的时间是多么地漫长。

最明显的例子就是紧接着 1929 年 8 月的高峰之后的那个时期。一个投资者如果在那次高峰时从投资股票转为投资现金，那他（她）得过 15 年才会被一直从事股票投资的投资者赶上。[21]如果投资者转为投资债券，那么这一期限就会变成 21 年。但是，这种不断延长的期限并不仅仅是 1929 年之后那个时期的特征。在 1968 年转向投资现金的投资者会在以后的 15 年中领先于股票投资者。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在下一章里，我们将会继续考察20世纪股市历史的这些特征对实际储户而不是耐心的美洲土著的影响。

注解：

15. 这与凯恩斯的“从长远来看，我们都会死掉”的说法相抗衡，凯恩斯的上述说法我们已经引述过，那是为了向一位经济学家所说过的最著名的话表示敬意。尽管我们有英国剑桥的背景，我们还是不得不承认弗里德曼的提法是这两种提法中最为深刻的。
16. 为了显示得更清楚，我们使用了对数收益率，再乘以100，而不是通常的百分比收益率。这就避免了正常百分比的升降在其影响上不对称的问题。比如，使用百分比收益率，20%的负收益率需要25%的正收益率来使你恢复到原先的起点。使用对数收益率，你就会看到对称的图形，但是对于较小的变化，这两个收益率的读数实际上是一样的。使用收益率这个定义可以使你明白这些数据的另外一个重要特征：在对投资者的影响方面，很糟的收益率要多于很好的收益率。
17. 由于这个原因，200、300、400等等的刻度线随着它们接近1000而变得越来越密，因为这些百分比的变化在逐渐缩小。
18. 我们会在后面的章节中看到，与此相对的是更低的股息收益。
19. 这个引文与“银色火焰”的故事中那只不叫的狗所提供的线索有关。
20. 更准确地讲，如果说图7.2显示的是1900年把名义上的1美元投资于各种资产的累积值，那么在图7.3中，那条标有“股票对现金”的线显示的是股票累积值与现金存款累积值的比率。因此，它实际上显示的是，与那位投资银行储蓄的曾祖父相比，那位投资股票的曾祖父的遗产所多出的倍数。
21. 这里面不考虑如下事实：在30年代的许多年份，按美元计算，利率下降到零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 8 章　股市风险：对投资者的影响

现实投资者的风险

在上一章里，当我们沿着 20 世纪的进程简要观察股市的发展历史时，我们可以发现，在第 5 章和第 6 章中看到的平均绩效隐含着巨大的变数。虽然平均来看，股票胜过了资产，但在相当长的时期里也存在着相反的情况。在这一章里，我们将讨论这种波动对典型投资者的影响。

有规律的储户

我们曾在第 6 章中提到大多数人并不遵循“耐心的美国土著的投资模式”，即简单地储存一笔一次性付清的款项。相反，从许多年的历程来看，他们是有规律的储户。在前面的章节中，我们已经察看过这种储户可望积累的财富，如果他（或她）能得到股票史上显示的平均回报的话。我们暗含了这样的假定：投资者每年都能够得到这些回报，并因此而忽略了来自于股市易变性的风险因素。为举例说明风险对有规律的储户的影响，现在我们来考察一下过去他们所能获得的实际收益。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 8.1

30 年期的储户从有规律的储蓄中所积累的财富总量

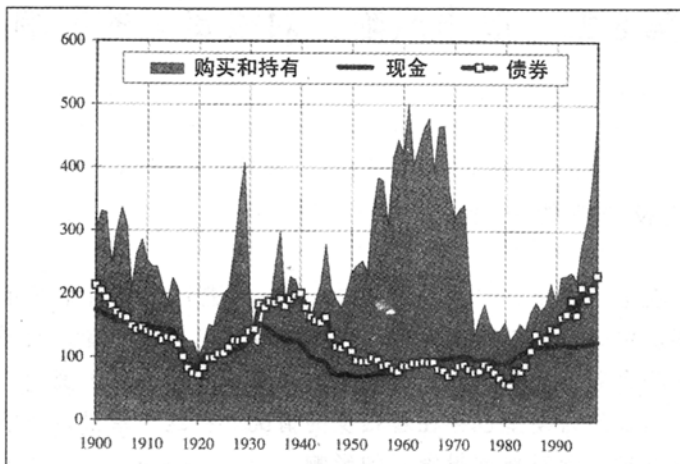


图 8.1 显示了作如下假定时的数字：

- 任何一年的数额代表了到该年正好储蓄 30 年的情况下你应该积累的财富总量。
- 各年的储蓄量以每年 2.5% 的速率增加。
- 如前所述，储蓄数额设定不变，因此假如实际回报率为 0（你正好拿回你所付出的），那么你应该得到的实际金额将是 100 美元。
- 为了比较，该图也显示了那些投资于债券或只进行现金储蓄的有规律的储户所能积累的相应的财富总量。
- 股票每年的管理费用是 1%，但现金和债券每年只有 1/2%。[22]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该图最让人吃惊的事情是，你在股票和其他资产上所能积累的暗含着的财富总量在整个 20 世纪中变化了多少。好的一面是，30 年的投资者没有一年不能收回其投资，虽然有时常常是侥幸脱险。相对来说，与其他资产相比，股票没提供好回报的年份也很少出现。但是差距变化显著，并且经常是发生在相当短的时期内。因而，在 20 世纪 60 年代的大多数年份里，有规律的储户有望从股市上拿回他们最初投资额的四倍甚至五倍。[23]然而，只有在很少的年份里，所积累的财富总量只比最初的投资额好一点点。

这一过程的低谷是 1974 年。在这一年里，那一代不幸的 30 年期投资者只能获得比最初投资额高 30% 的数额。这是一个令人气馁的数字，因为这样的投资者从 1944 年开始储蓄了 30 年，可是总体来讲那时是股票的繁荣时期。正如我们以前所表明的，这一悲惨的结局源自于有规律的储蓄的两大关键特征。第一，投资的平均期限不是 30 年，而是略少或只有它的一半；第二，能够得到的投资金额随着时间的推移而增长。当只有相对较少的钱用于运作时，长期投资所显示的复利创造奇迹的力量就不那么神奇了。

更进一步地讲，还有一点与回报的时间选择有关。非常清楚的是，如果你在 30 年的时间内储蓄，各年的每项回报都会对你积累的财富总额产生影响。但是，对于一个 30 年的有规律的储户来讲，其最后一年的实际回报要比第一年的重要 30 倍；倒数第二年的回报比第一年重要 29 倍；以此类推。对于此种状况的直觉是非常直截了当的。将 30 年的有规律的储户所积累的金额看作是 30 份不同的总量，每年一份。其中只有一份，即第一份，受到第一年的回报的影响；而所有的 30 份都受到了最后一年的回报的冲击。正如我们在图 7.2 中所展示

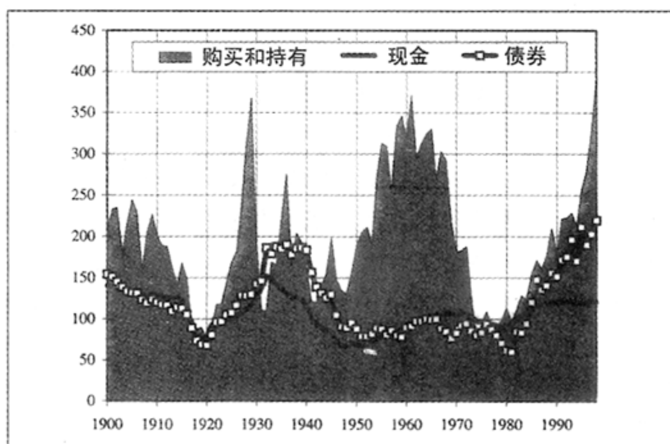
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的那样，1974 年对股票来说是尤其可怕的一年。股票的实际价格继前一年下跌了将近 30% 之后又下跌了 40% 左右。换言之，即使是对长线投资者而言，相对短期的发展也能带来剧烈的影响。

股票价格的易变性对生活水平的影响通过 1968 年和 1974 年退休的人们之间的差异得以戏剧性地体现。即使这两个群体都是长期储户，两个群体的储蓄期完全相同，但第一个群体却要比第二个群体大约富裕 3.5 倍。

图 8.2

20 年期有规律的储户积累的财富总量



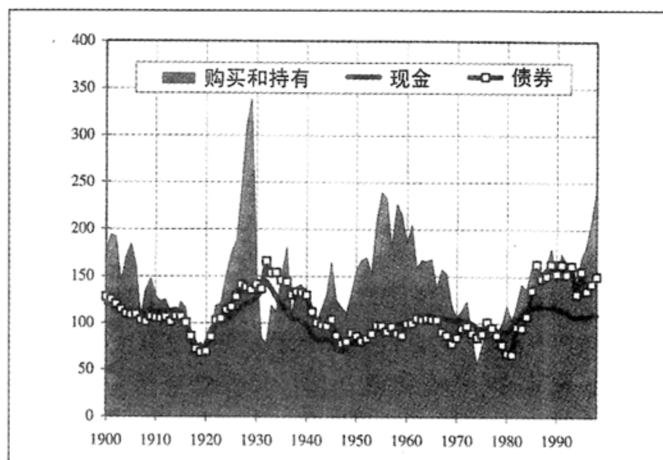
当然，并非每个人都能被有效地组织起来，而且富有远见地成为 30 年的储户。图 8.2 和图 8.3 显示了 20 年和 10 年的有规律的储户所分别积累的财富总量的对比。正如所预期的那样，相应的股票绩效远没有给人留下深刻的印象。在 10 年和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

20 年的时期里，有许多年是以投资者收不回投资而告终的。与从可选资产中挣得的财富总额进行的比较也不够清晰明了。更多的例子表明，股票的绩效常常劣于与之相竞争的其他资产，而且，在 20 世纪 80 年代，债券表现甚佳。在那个时期，在债券和股票所积累的财富总量之间几乎没什么可以选择。

图 8.3

10 年期有规律的储户积累的财富总量



退休以后

我们很早就表明，较高回报的养老金价值受到了投资者退休以后正常寿命的极大约束。但是，甚至是这方面的进步也认定额外的收入轻而易举即可得到，实际情形并非如此。风险和回报的原则表明了你不可能以有保障的收入形式从股票中得到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期的实际回报。如果你想得到更高的回报，就必须以风险更大的收入形式付出一定的代价。

这种关系很难体现在一个简单的图表中，因为这在现实世界中实在很难做到。不同的战略提供了不同的风险和回报的组合，但谁也不能完全逃避风险。

- 一种简单的战略也许是忽略风险，寄希望于在你退休后的这段时期里市场的涨和落能够相互抵消。在退休之初，你可以计算出你能以养老金价值的形式从投资中收回收入的数额——这是以历史上的平均回报率和你的预期寿命为基础的。从那时开始，你会干脆把那笔美元看作是一笔固定的收入，为了获得这笔收入，你会用完你所有的投资。

因为我们知道，历史上股票的平均回报率明显高于其他资产的平均回报率，因此，情形就必然是这样，即这样的战略能比购买无风险的养老金提供更高的回报，尽管不是高得太多。回头看一眼表6.3，它会提醒我们，只要安全的养老金提供一个正的隐含回报率，其收益就是相当一般的。

能够提供稳定和更高收入的方针看起来是吸引人的，但实际上它的风险也是非常高的。如果你将所有或甚至大部分资产都投入到股票中，并且你设想将所积累的收入都花在那里，那么你很快就会陷入很大的麻烦。为了维持生活水平，你不得不在坏年景卖出比好年景更多的股票。在许多时期，这只会将你所有的资产消耗殆尽。设想预期回报就在那里等着你去消费的风险太大以致于你都难以察觉。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 一项用来修正前面战略的可供选择的方法是考虑市场将会发生什么变化。所以，如果行情上涨或下跌，你便能够重新计算你所能获得的收入。

这样的一项战略可能会减少耗尽资产的风险，但其成本也是很显著的。如果一切皆好的话，你的平均收入将会与你在第一种战略中获得的相符合，但其波动性变得非常之大。假如行情下跌了 50%（据我们的历史资料显示，这并非是不可想像的)，你的收入也会随之发生同等变化。设想一份按照表 7.2 所示的实际股票价格路径而变化的收入。那将是相当崎岖的一段行程。

此外，由于非常直接的原因，这样的方针不会将你的资产消耗殆尽的风险彻底地减少到零。我们中几乎没有人能够精确地预见自己将会在某一个特定的时刻死去。活得比你所预期的要长，虽然这是一个令人愉快的惊奇，但这要冒着用光你的资产和吃掉你打算留给孩子的东西的风险。值得一提的是，如果你购买一份养老金，你不会遇到类似的两难境地。虽然你不能确定在什么时候去世，但保险公司定会将你的预期生命看作好像是确定的一样。保险公司有“大数定理”的支持。如果你活得比预期的要长，其他的客户保证会死得更早，从而使其利润不致于受到影响。

- 因此，另外一种方法可能是保持你资产的完整，并且在任何一个给定年份只是用去该年所得到的实际收益。

如果你以持有像债券这样能够确保回报的资产来控制你的财富，那么这项战略完全可以使这成为可能，但用于股票，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

却根本不切实际，因为回报可能——并且，正如我们所见的，经常地——是负数。如果你作出如此尝试，那你的生活水平就会随着股票的实际回报而变化。在股市下跌的年份里，你不仅会无以为生；而且还会更惨。

- 所以，惟一的甚至是长久可行的战略是把前三种方法混合到一起，这样，为了防患于未然，你会持有比你确实希望的更多的资产，在坏年景里靠它们过活，而在好年景中则重新积聚。

虽然这种方法可能会避免其他三种特有的缺陷，但是值得指出的是，它也存在达不到操作目的的风险。投资股票的目的是为了获得更高的平均收入；但因为谨慎的缘故而限制投资，这不可避免地会降低你实际能够使用的收入。假定你在退休之后可望再活 15 年，但你持有相当于 3 年到 4 年额外收入的资产。根据历史平均回报，你最终得到的平均收入与购买安全养老金所得的几乎是完全一样的[24]。如果你为了谨慎起见而持有更多的现金，那么实际上你的所得会比购买养老金还要少。

不可避免的结论是，对于将所有的资产都投入到股票中的退休投资者来说，并没有令人满意的折衷方案。对于那些期望在退休阶段使用储蓄的投资者来说，在一个连续的基础上持有股票的风险实在太大了。实际上，如果折衷方案成为可能的话，那么保险公司就能够将与股票投资在历史上所得到的回报相同的养老金卖掉。他们没有这么做，因为他们不能够。

这就可以理解，退休的投资者如果仅仅投资于股票的话，是不可能使他们的生活达到最优水平的。正是由于这个原因，大多数退休者拥有多样化的投资组合，其中包括债券和养老金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及股票，或者他们拥有公司的以年金形式的退休金。他们面临的风险较少，但是不可能获得股票形式的回报。然而，正如我们已经看到的那样，在任何情况下，回报（当处于历史一般水平的时候）对退休者并不重要。如此一来，如果他们所能采取的最佳选择是采用“购买－持有”策略，那么，退休者何苦要为股票而烦恼呢，这就很值得一问了。[25]

然而，越来越多的退休投资者走向了另一个极端。他们受高回报前景的吸引，而承担了将大部分甚至是全部资产投入到股市中的过度风险。对于那些已退休的投资者来说，他们甚至比一般的投资者更有必要清醒地意识到持有股票的风险，这点非常重要。如果他们不能意识到这些风险，那他们可能会发现他们不得不大幅降低生活水平。

股票只能用于长期投资？

在前几章里，我们已经看到了股票作为有规律投资者的主要投资工具的有力案例。但是，随着你越临近退休，完全投资于股票的风险也就越大——除非能够认识到股市在什么时候被高估了，否则就不能逃脱高回报代表高风险这一基本原理。

如果有可能发现被高估的市场，那么正常情况下进行完全投资的风险就要小一些。要使这成为一种切合实际的方法，就必须满足两个条件。第一，必须能够识别被高估的市场；第二，投资者必须以这种认识为基础卖出股票。按照第 3 章中吉乌斯特夫妇理解风险的方式行事，这种策略是有风险的。如果一个亦已被高估的市场仍在被吹嘘得更加离奇，那它便会失去更多收益的风险。但从绝对意义上讲，它又并不那么具有风险。保留财富通常都是可能的，随着与物价指数相联系的债券

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的存在，现在保留财富比过去还要容易。

复利的力量是一种神奇的东西，它给股票投资者带来的好处虽然很明显，但这种好处很容易被夸大。即使有投资者能够等待足够长的时间以获得从长期总回报来看十分惊人的收益，其人数也是廖廖无几的。

- 复利的力量常常被夸大，由于大多数人通常都是在长时期内有规律地进行储蓄，而不是从那时已经积累起来的一笔总额开始。
- 按历史回报率来计算，平均来说，一个历时 30 年的有规律的股票投资者可望得到的回报要比其他资产投资者高出 1.5 倍，最好时甚至可达 2 倍。在短期内，相对收益则要低得多。
- 对于那些已经退休的人来说，从高回报中获得的收益更受限制。
- 股票的高回报无论如何必须反映高风险。风险不只是一种短期的现象。在过去的一个世纪中，约有 1/3 到 1/2 的时间是熊市，其间，股票实际价格总体上是呈下降趋势的，或者说至多也是持平而已。
- 股票实际价格的这些波动对投资者的生活水平产生了很大影响。不仅对已经退休的人是如此，对那些行将退休的人也是如此。

因此，没有哪一群投资者能够承担完全投资股票的风险，除非他们能够辨别什么时候市场被高估了。这就是我们在第三部分所要阐述的主题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注解：

22. 这里所用的数字与我们在第 6 章中所讨论的是一致的。
23. 在股市投资中，对现金非常敏感的 30 年期储户在 1998 年年末能够获得近似的数额。
24. 如果安全养老金潜在的实际回报率是 3.5%。
25. 例如，假定你将总资产的 1/3 投入到股票中，而将其余部分用于购买实际回报为 3.5% 的安全养老金。根据历史平均回报，如果你的预期寿命是 15 年，这将会使你的收入平均增加 5% 不到一点。但在运行不利的熊市中——假如说股票价格降为一半——你的收入将会下降 1/6，或者说将近 17%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分
q 和华尔街的价值

在第二部分我们已经谈到，对于长线投资者而言，股票投资可以带来显著的收益，但这又是以承担许多风险为代价的。这些风险并非局限于短时期出现。也有一些例证说明在较长时期里退出股市会使投资者避免重大损失。在第三部分，我们将转向本书的中心议题，即 q 能否使投资者提前发现这样的时期。我们的结论是，有充分的证据表明它能够做到，不仅从历史的经验看是这样，而且同样重要的是，从常识来讲也是如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章　股市价值的含义

迄今为止的故事

我们曾在第二部分谈到，来源于长期股票投资的重大收益是以相当大的风险为代价的。对于投资者而言，理解这些风险是非常重要的，但这还不够。因为虽然存在这些风险，但是从不投资股市也并非是好的策略。对于那些具有长远眼光的投资者而言，复利的力量异常重要因而不容忽视。同样，对于那些即将退休或已经退休的投资者而言，始终投资股市风险又太大。也许，只有那些能够识别股票在什么时候被高估的投资者，才能在正常时期承受得起全力投资于股市所面临的风险。

当然，当股票被完全高估时，没有人可以承受全力投资于股市所面临的风险。这种情形比较少见，但20世纪末的情形却是其中一例。以很低的投资收益进入21世纪实际上是不可避免的。迄今为止，我们还没有证实这一论断，但如果不能这样做的话，我们也就没必要论证它。我们将解释股市是怎样被定价的，作为一个投资者又该怎样利用这些信息。在这之中，我们需要处理许多独立而且重要的事情，这些内容将会在不同的章节中论及。在这里，我们首先要考虑的问题是，我们所说的股市价值的含义是什么。

如果你的目的是实践性的，你可能会想：这样一个对原理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的考察是否真的有必要？但我们会说确实有必要。“价值”的概念对本书而言是如此的重要，以致于我们不可能在没有仔细说明它的含义的前提下使用这一名词。做完这些以后，我们将在第三部分的其余部分讨论更为实际的东西。如果你没有耐性考察这些内容，你可以跳过这一章并且在以后你认为需要的时候再回头重新阅读。

日常价值的含义

与股市相连的价值事实上同日常生活中的价值是紧密相关的。首先通过下面的这种思考方法，我们可以获得一些非常有用的关于对价值概念的认识。

最简单形式的价值就是当我们购买一个廉价物时我们的所得。如果我们非常幸运的话，在我们买一样东西的时候我们就知道它代表“好的价值”。如果一家商店破产了，并且正在以低价出售其存货，如果（很大程度上如果）我们可以断定这些待售的商品不是劣质商品，那么我们就可以得到一些真正代表好价值的东西。我们也明白，或者认为我们明白，我们什么时候被敲诈了——例如我们为一杯咖啡支付了 10 美元。

但是这些简单的例子——即在我们购买的一瞬间就可以判定其价值好坏——实际上十分罕见。大多数时候，价值的概念是对未来的预见并因此也是不确定的。因此，如果你买了一辆二手车，你可能希望你获得的是好的价值，但你只能根据这部车随后的表现来做这种判断，这不仅是为你也是为这部车未来的主人。车未来的主人会在乎，因为你可能在某个时候要把车卖掉。因此你可以根据两样事情来评估价值：首先，当你拥有这辆车时它所提供的服务；其次，你期望以什么样的价格卖掉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它。“好的价值”暗指你购买时的价格很低，这是依据你在未来所能获得回报的总额而言的。这包括你拥有这部车时它所提供的服务和当你出售它时你所得到的资本的收益或损失。而你从该车所得到的服务质量和出售该车的价格均是不确定的，因此价值也是不确定的。

但是，当你知道事后的收益时你就可以评估其价值。你出售这部车时，通过比较购买价格和出售价格，并且考虑在此期间你从这部车所获得的收益，你就可以计算当初购买的价格是好的还是坏的价值。这就是我们所说的“事后知道的价值”。

如果在该车剩余的使用年限里你一直拥有它，你也可以评估其事后的价值。事实上，这种事后的价值在原则上才是一种更为确切的计算；因为如果你出售这部车的话，你从车的下一个主人那里得到的价格是否公平也是不确定的。只有在这部车报废的那一天，这种不确定性才会消除。那时你就可以，如果你愿意的话，坐下来计算它的事后价值——通过比较你所支付的价格和这部车在使用年限期间所提供的服务。如果你想做得真正彻底，那你可以和与你的车相似的车的主人相比——比较你们支付的价格和你们所获得的服务。通过所有的这些信息，你可以在原则上非常精确的计算事后的价值。

因此，在你真正得到事后价值之前，价值是一种你从来无法确切计算的东西。如果你购买了一部廉价车，结果可能证明你拥有了好的价值；但它也可能本来就很廉价。“廉价”这一概念的模糊含义是源于和价值相关的另外一个重要因素。在日常的谈话中，我们经常说：“种瓜得瓜，种豆得豆。”经济学家和所有其他专家一样，不能抗拒发明他们自己的术语的诱惑，把这称为“有效市场假设论”。语言和内容可能会不同，但主要的概念是一样的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们曾在第3章中考察过的与股票有关的“有效市场假设论”对于日常价值又是怎么说的呢？如果你在一家商店里购物的价格比在另一家商店低，那么你能真正确定那些商品是可比的吗？大多时候你不能，因为低价格可能表明低廉物品的原材料是令人怀疑的。但是如果你可以确定在质量上没什么不同，那么“有效市场假设论”会暗示你：尽管有些时候你可以获得真正好的价值，但这种情况可能很少有，而且这些好的价值其程度也很有限。

原因在于经济学家们所称的“套利”。如果与另一家商店相比，一家商店正在以足够低的价格出售相同的商品，这时就有了一个套利的机会。那些乐于以低风险获得快速收益的人，会有一种明显的意图去买光那些廉价物品，然后再以一定的利润出售它们。在这里，最明显的“候选人”是两家商店的主人。如果实际上他俩都没有进行套利，那么有两种可能性：要么是商品事实上是不同的，要么是那点套利不值得去麻烦。只有在后一种情况下你才可以确定你已获得了好的价值。在这些情况下，你和其他所有购买折扣物品的顾客实际上是在为你们自己套利。

套利的观点也可以用来证明其他的日常例子。

比如，它可以帮助解释为什么你可以设法买到一部二手车，而且经过事后的价值利益，被证明是好的价值。如果一部二手车的真实价值是很清楚的，那么一个汽车商会有一种明显的意图，那就是去车主那里以低价格买入，然后以能获得一定利润的价格买出。但是价格差可能不够大而不值得一干。更为关键的是，这部车在未来被出售的价格是非常不确定的。因此，利用套利获得利润也是一项有风险的活动。

套利与下面这个问题也是有关系的，即以10美元买一杯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

咖啡是否就是坏的价值呢？这当然很贵，但夜总会的老板会争辩说，你是在一家迷人的夜总会消费而且同时你还欣赏着音乐和舞台。但是，如果你无法相信每人都会在夜总会获得一杯咖啡的公平价格，你的感觉可能是正确的。毫无疑问，那些拥有一台咖啡机和马车的人非常愿意进入夜总会，并且以一杯 1 美元的价格出售。这实际上是另一种形式的套利。事实上，夜总会的老板不可能允许这种事发生，这也证明了重要的一点：要使套利起作用，必须存在竞争。通过永无休止地阻碍竞争，夜总会的老板可以永久性地获得那些价格，而那些价格可能永久代表着坏的价值。对顾客而言幸运的是，竞争通常不可能被压抑到这个程度。[1]

我们将及时看到，只要不发生套利或者套利在某种程度上受到限制，价格就会远离“公平”的价值。这也是理解股市如何运作的一个关键因素。

我们要谈的关于价值的最后一个特性——它是一个基本特性，因此也很容易被遗忘——就是它肯定是一个相对的概念。一个商店的物品只能相对于另一个商店而言是廉价的。夜总会里的咖啡相对于“正常的”咖啡是昂贵的。一部二手车奇迹般地工作了 10 年，这对于一般的车而言是便宜的。

当我们比较相像的东西时，事情就会相对简单一些。但是，我们能否理解诸如“咖啡通常比较贵”或“二手车一般比较便宜”这类的话呢？答案是肯定的，我们当然可以理解。不过，这使得事情更加复杂了。咖啡相对于一般的替代品——比如茶或软饮料——可能更贵。二手车在原则上可以比新车提供更好的价值，前提是把明显的差异算进去。但是相对于同类事物间的比较而言，要估算“好多少”就更加复杂了。

我们不应该忽视“种瓜得瓜，种豆得豆”的理念，即使我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们在比较经济学家们所称的“不完全替代品”的相对价值时，我们也应该牢记这点。如果我们断言二手车比新车提供更好的价值，那么我们是否期望人们对此差异做出反应，即买光二手车并因此来消除差异呢？这一过程会是套利的另一种形式，但是有这种特殊要求的人需要完整和准确的信息，因为我们不是在比较同一类的事物。我们可能因此认为，这种形式的套利比起同类事物间的套利是相当不可靠的。

通过对日常形式的价值概念的简要考察，我们获得了什么呢？主要的结论有以下几点：

- 价值通常是对未来的预见。“好”的价值指你为你所期望得到的好处支付了一个低的价格，这里包含你随后出售时所获得的所有现金。
- 因为价值通常是对未来的预见，所以当购买发生的时候，价值几乎总是不确定的。
- 尽管如此，但是价值可以通过事后利润来进行计算，而且具有一定的准确性。
- 只要有人没有足够的动力去开发套利，那么远离“公平”价值的念头就会发生。用经济学家的术语说，套利的局限性反映了“市场有效性”的局限性。
- 价值通常是一个相对的概念。当比较同类事物时，评估就很容易，因此通过套利进行开发也就很容易。

股市价值

当我们处理股市价值时，以上所列举的主要观点具有明显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的相似性。

然而，我们应当首先考虑当你购买股票时你买的是什么。这可以用两种不同的方法来考察。这两种方法都很真实，因此必然是相互支持的，但它们看起来似乎迥然不同。

官方的解释是：当你购买既定公司的股票时，就意味着你成为公司主人的一部分，而因此也是公司所拥有的一切的部分主人。由这种解释而产生的观点是“公司面纱”论，并因此认为公司是不存在的——只存在公司的所有者。

但是在实践中，以这样的方式拥有一家公司意味着什么呢？作为一个股东，你拥有在年终会议上的投票权。原则上，这意味着如果你购买足够多的股票，你实际上就可以控制这家公司的经营活动。你可以聘用或解雇执行总裁，也可以确定股息。这样做的个人是存在的，但是非常少，而且这些人都是极不寻常的——不仅在个性方面而且在财富方面。对于一个普通的投资者而言，年会上的投票权在绝大部分时间里只是一个理论上的权力，而很少被利用。因此，典型的股票持有者并不像公司主人的一部分，尽管这是他们的法律身份。

因此，对典型的股票持有者而言，购买股票就像购买其他金融资产一样。惟一不同的就是所购金融资产的性质不同。

如果年会上的投票权并没有实践上的重要性，那么当你购买股票时，你购买的仅仅是分红的权利和万一发生破产或被接管时获得的和其他投资者相同收购价格的权利。当然，你无法保证你在将来会获得分红。有许多公司在经历了设立、经营和关闭之后却没有拿出一分钱。但是你的确可以期望一般的公司在将来付出红利。股票的价值就在于这种期望。

股市价值，就像日常价值一样是对未来的预见，但与你购买任何其他的东西相比，股市价值更是如此，因为除破产外，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资者从公司股票中获得的收益实际上可以永远持续下去。

分红和资产评估

你在股票上获得的分红就像你拥有一部车时所得到的服务。与此相类似，股票的价值就取决于这些分红以及股票出售时的价格。事实上，主要的不同就在于股票是永久性的，而汽车仅持续大约10年左右。那些拥有汽车长达10年的人，会把兴趣主要放在他们使用汽车时所获得的服务上，相对来讲，他们较少关心汽车转卖时的价格。但是对于股票投资者而言情形恰恰相反。如果你购买股票，转卖时的价格比你持有股票期间所期望获得的分红要重要得多。

尽管如此，但是归根结蒂，股票具有价值只是因为它们将支付股息（或叫分红）。实际上，这在感情上有时叫人很难忍受，就像现在这个时期一样——分红相对于价格是如此的低。1999年，道琼斯指数中的普通股票的平均股息远远低于2%。这意味着股票投资者在股票上每投资100美元，一年所获的分红还不足2美元。如果投资货币市场基金，他们就可以获得两倍以上的收益，所以，很显然，除非投资者是完全失去理性，否则他们持有股票一定有其他的原因。当然，其他的原因就是期望获得资本收益。总的盈利——分红加资本收益——才能真正体现一项投资的价值。如果只是为了分红，股票看起来似乎就不值得投资。

但从基本意义上讲，投资者拥有股票的确是为了分红。每个投资者都会计划在适当的时候把股票出售给另一位投资者，而相应地，这些购买者也必然有他们购买的原因。如果每个人都是理性的，那么每个投资者的动机必然是相同的。每个人将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会为他们获得的分红和期望的资本收益而持有股票。这一过程将会永久地持续下去。

但是这一过程中的每个人怎么能够期望价格会无限地上涨呢？惟一可能的解释就是，即使分红相对于股票的价值很低，它们也有望增长。为了弄清楚原因，我们采取数学家们常用的一个标准方法，并作出反面假设，即假设分红并没有增长。然后，如果价格继续上涨，分红将逐渐地成为股票价格中越来越小的一部分，直到最后，分红实际上就没有了。这时候，持有股票的惟一理由就是对资本收益的期望。但在这种情况下，股票价格就只能靠它自己的力量向上拉动，没人会理性地期望这种情形永无止境地持续下去。[2]

另一方面，股息的增长可以解决这一明显的困惑。最简单的例子就是当股票价格和股息以同一比率增长时。在这种情况下，股息收益会保持不变。只要这一过程中的每个人都相信这种增长会无限地持续下去，那么每个人的动机就都是相同的，并且这一过程还可以维持。处于这一链条中的每一个股票持有者都将比最后一个持有者付出更多，但是，因为分红会同价格一起增长，那么分红的增加将足以使得新的持有者乐意去购买股票——就像他的前任一样。[3]

股市价值的基准点是什么？

我们已经知道股市的价值是对未来的预见，而且与其他绝大多数日常例子相比，其预见性的程度更深。同样清楚的是，如果日常概念中的价值是不确定的，那么股市的价值就更加不确定。

正如我们所见的，股市价值的评估基础基本上与日常价值

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评估基础是相同的，尽管这一过程更加不确定而且也更加困难。我们将说明，在这些困难的基础上，股市是如何被评估的。

价值常常是相对的：但相对于什么呢？我们要非常仔细地区分一种股票相对于另一种股票的价值和股票市场作为一个整体时的价值。对单个股票的评估和对整个股市的评估分别提出了不同的问题，并且这个简单的事实导致了许多困惑。

对单个股票的评估绝不简单，但是比起对整个股市的评估来说，它相对比较直接。至少借助于事后收益，我们只需看一下一种股票的总体收益是否比另一种更高，然后马上就能得知：一种股票与另一种股票相比，其价值是好还是坏。

对于作为整体的股市，我们不能这样做，因此，我们需要一个可替代的基准点。

合计股市的价值

我们已经看到，我们可以在衡量股市价值和衡量日常价值之间进行极其紧密的类比。因为股票实际上是永久性的，因此，股票市场的价值同其他东西一样也是对未来的预见。因为股市价值基本上是以很不确定的未来股息的水平为基础的，所以，股市价值也必然是不确定的。

但到目前为止，我们可能错过了最基本的问题。前面提到价值必然是一个相对概念，我们需要一个基准点来评估价值。这里有必要强调一下单个股票价值与整个股市价值之间的区别。

如果我们想评估单个股票的价值，我们会把该股票与其他股票联系起来进行评估。但是，正如前面所提到的，当我们把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股市作为一个整体时，我们就无法这样做了。我们已经考察了两个可供选择的基准点：一个是替代性的投资，另一个是股市本身的历史。两者均有各自的吸引力，我们将会考虑这些吸引力。但是由于替代性投资与股票有着本质区别，而且它们的所有权也没有明确地被固定；因此我们把重点集中在后者。

在第 11 章里，我们将利用以下这个事实来对价值进行考察，即：当你购买商品时价值总是不确定的，但是，一旦你拥有了事后收益，价值就变得比较确定了。然后，在第 12 章里，我们将开始考察 q，并说明它提供了价值对比的一个替代基准点；而这个基准点又被证明是同事后价值密切相关的。

然而，在考察这些问题之前，我们要在第 10 章暂时停顿一下，以便提出这样一个重要的问题，即选择好的股票更为重要呢，还是把股市当作整体选择进入和撤出更为重要？

注解：

1. 我们应当强调的是，万一我们被愤怒的夜总会老板围攻的话，只要夜总会行业是有足够的竞争性（我们有任何理由相信它肯定是这样的），那么我们进入夜总会的总体经历就代表着“公平”的价值。而某些部分的价格，像咖啡，可能意味着坏的价值，但是夜总会老板之间的竞争应该能保证这些仅仅是弥补了包间里的其他部分——这其他部分都是好的价值，例如，夜总会不会直接为五彩的灯光和闪亮的玻璃球收费。
2. 这是正规数学证明的一个相对简单的形式。在两次世界大战之间，在布达佩斯有一家咖啡馆经常有贫困的数学家在那里集会并交换意见。一个恰当的例证是，按当时的时价他们可以要一杯白兰地，而反证是——像这样（指价格上涨后）——当时的一杯白兰地现在仅值一杯咖啡。除非这一反证能包含所有可能选择的可能性并且产生了一个明显的逻辑错误（如 1 = 0 或黑的就是白的），否则，它只能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

说明你所说的是对的；它并不证明事情仍将是这样。因此，我们只能说上述论辩只是用来证明我们观点的一个真实例证，如果我们准备做一个补充的假设，即理性的投资者会看到任何一个选择的不稳定性，并因此而排除它。

3. 这里假设的股息持续增长率在现在是否合理是另外一个问题，我们暂且不对此进行讨论，在以后的章节中再说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 10 章　股票选择还是合计价值？

“选择胜利者”

如果你读了一本随意选择的关于投资组合的书，书中可能很轻易地下结论：问题最重要的部分就是决定如何选择你在投资组合中所持有的单个股票。事实上，没有比这更具有误导性的了。

这一信息很吸引人，因为在事后极其容易找到股票选择的例子：这些例子不仅带来了好的盈利，而且是特别好的盈利。争论往往开始于这种声明：“如果在比尔·盖茨开始创业时，你购买了‘微软’10 股股票，那么你现在就是一个百万富翁了。”然后作者会接着说明如何选择未来的“微软股”。从对实际投资的建议角度看，其作用相当于说“如果你买了中奖的那张奖票”，然后接着解释将来你该如何选择中奖号码。

以“选择胜利者”原则为基础的论辩，其问题在于他们暗示选择股票的投资者就像是沃博根湖中的小孩，大家都知道，这些小孩比平常人精明得多。“选择胜利者”暗示着选择那些比平均股票业绩好的股票。但是根据平均数法则，对应的每一个盈利者，都会有一个亏损者：即一定有低于平均业绩的股票。确切地讲，一般的投资者最终必然持有一般的股票，或者是一般的股票投资组合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当然，说这些并不是排除股票选择可以带来高于平均盈利的可能性，只要你有非凡的运气和作为股票选择者可能具有的技巧。有些个体投资者经常会比普通人做得更好，这或许是因为技巧。但是最终，股票选择技巧是否存在并不重要。“沃博根湖”的原则表明，对一般的投资者而言，要从股票选择上获益简直是不可能的。

股票选择真正带来了什么不同?

一般的股票和一般的投资组合，确切地讲，将带来相对于整个股市而言的一般盈利。因此，投资者就要权衡一下以下两者的相对重要性：为选择哪种股票而担心，还是关注作为整体的股市所提供的价值。关于这一点，证据不仅十分清楚，而且对于投资者而言还很陌生。投资者应该把更多的注意力放在整个股市而不是放在股票选择上。

这里有三个曾经记载过的很好理由。第一，从一个合理分散的股票投资组合中获得好的或不好的盈利，远非是依靠平均的业绩，而是依靠该投资组合的变化；第二，有许多证据都反驳平均业绩的说法，因为股票选择是靠运气而不是靠技巧[4]。第三，也是本书的中心内容，即：即使成功的股票选择非常困难，要想知道整个股市何时被高估或低估也是有可能的。这一点也表明，最关键的不是你去选择哪些股票，而是你是否应该持有股票。

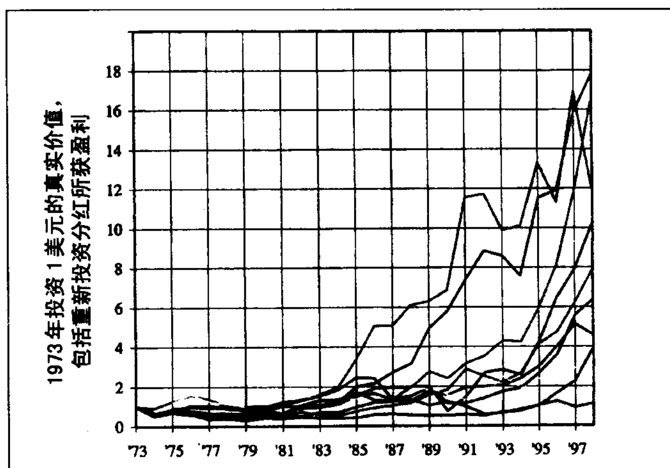
我们用一系列图表即可相当容易地证明这一点。图 10.1 显示了 10 个美国大公司的股票盈利。除了为提供一个合理分散的选择目的外，这些公司在很大程度上都是随机选择的[5]。为了易于比较，该图显示了理论上最初投资 1 美元于各股票的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值，并假设任何一个给定股票所支付的所有股息（分红）都被重新投资于该股票。这种假设可使在不同分红政策的公司股票的盈利之间的比较更加容易。在所有的图中，我们用真实数字显示回报率，即考虑通货膨胀。

图 10.1

1973 年～1998 年 10 种股票的实际盈利



乍一看，这 10 种股票的变动轨迹差异十分显著。1973 年投资于表现最佳股票的 1 美元，在 1998 年年底时实际上将增长将近 18 倍，这其中包括重新投资分红所获得的盈利；而投资于表现最差股票的 1 美元，则实际上没什么增长。当然这是在我们意料之中的。正如我们已经提到的，正是这种完全不同的表现解释了试图“选择胜利者”的诱惑力。

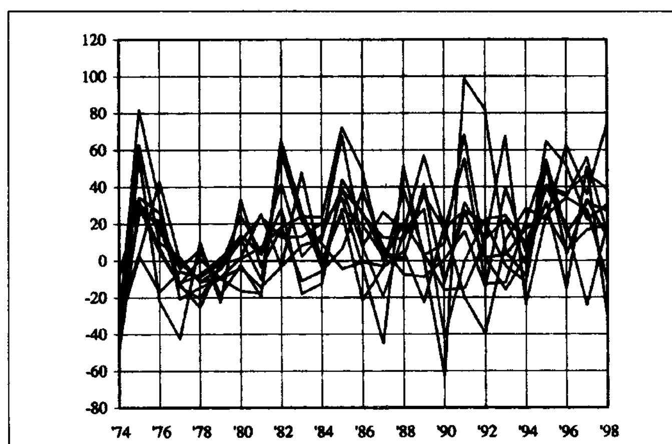
但是，如果我们再分析每年的盈利，如图 10.2 所显示的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们就会看到，虽然从长期来看，个别价值的变动趋势存有差异，但短期的趋势则相当类似。在任何给定年份里，许多股票以相似的幅度运动。

图 10.2

1974 年～1998 年 10 种股票每年的实际盈利



当我们考虑这样的事实，即典型的投资者持有股票投资组合时，会出现什么情况呢？图 10.3 显示了，如果我们完全随意地假设最初的投资组合给予 10 种股票同等的份额，那会发生何种情形。出现了两种惊人的结果。

首先，即使是如此随意选择的投资组合最终看起来也很像是一个更广泛基础上的均衡（标准普尔 500）。我们并没有刻意做什么更为复杂的事情，只是搞了个均衡而已。但你足以宣称：如果我们试图找到一个有效的投资组合——就如几乎所有的投资入门文章或者金融理论中所说的那样，我们本可以找到

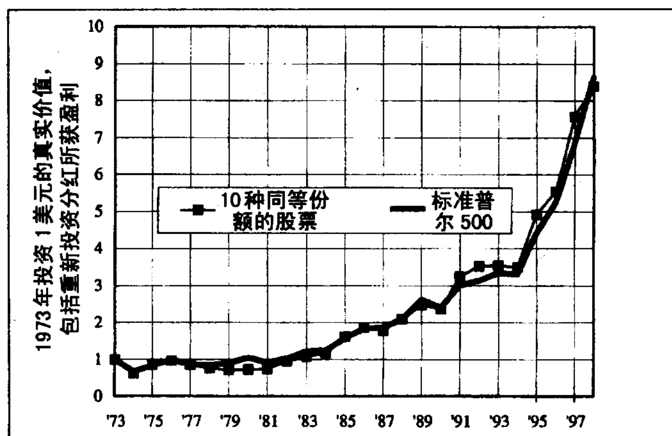
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个与指数更加吻合的组合，甚至只用 10 种股票。

其次，尽管与单个股票相比这种均衡十分显著地降低了盈利的多样性，但它并没有消除盈利的多样性。一旦你找到了一个与广泛基础上的指数极其相似的投资组合，那么剩下的就是通常被称为的“系统风险”，即与整个股市相连的风险。正如第二部分所显示的，历史上有许多这样的风险。

图 10.3

实际总盈利：10 种同等份额的股票与标准普尔 500 比较



股票选择和市场决定

投资于股市往往包含两种不同的决定：首先，决定是否进入股市；其次，如果进入股市，决定选择哪种股票。图表显示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

即使是对那些最精明最幸运的投资者而言，市场决定也是非常重要的。我们同样看到，这些在逐渐地被忽视。当然对一般投资者而言，只有市场决定是重要的。

在这个时候你可能希望插入一个非常基本的问题：难道我们关于均衡的讨论同样适用于市场决定吗？选择是否进入股市能否使即使普通投资者也能获得比平均收益更高的回报？当然，从逻辑上讲——如果我们把所有投资者都包括进去——那是不可能的，尽管它有可能会使收益更趋稳定。[6] 如果每个人都记住我们在书中所讲的，并且在股市被高估时退出市场，那么股票价格将不会脱离最初的价格基础。

然而这种时候，个人投资者与一般投资者不同。鉴于我们在第三部分所提到的理由，也许情形往往是这样，即那些管理其他人的钱的人——如养老基金管理者——无法有效地退出股市，以及像个人那样出售股票，即使作为个人他们也许一样认为股市被高估了。[7] 由于金融机构主宰着市场，这限制了他们面对估价过高的市场调整能力。因此，这给个人投资者提供了一个以基金管理者为代价退出股市的机会。

但是，在股票选择方面，个人投资者就没有这样的优势了，相反还有些劣势。按照业绩付薪的基金经理有一个明显的意图，那就是去收集有关公司的信息；因为如果他们选择的是胜利者，他们就会获得很好的奖励。支持分工理论的传统观点会提醒你：如果可以从股票选择中获得任何东西，那也是留给专家们的。当然这是一个非常大的“如果”。如果你对这一领域的专家都不相信（有许多证据表明你应该这样），那么当你持有股票时，你至多只是懂得把钱投到跟踪基金中，而跟踪基金只是在模仿具有更广泛基础的市场指数的表现；或者是从“帽子”里随意选择几种股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正如我们已经看到的那样，决定是否进入股市才是最重要的。现在我们就将转入这一话题。

注解：

4. 有些投资者始终依照《华尔街季刊》的相关内容选择股票，如果你随机地选取样本，你会发现一些投资者比另一些投资者做得更好。很难讲，或者根本不可能确定，那些成功的个人投资者是凭借运气还是技巧取得成功的。如果技巧很重要，那么应该有更多的能始终比一般投资者做得更好的投资者，而不像随机抽样的那样少。试验一再表明情形并不是这样的，关于股票选择的合理结论是：在股票选择中，技巧很少能使基金指数增长。伯顿·马尔基尔（Burton Malkiel）创作的名著《漫步华尔街》的最新修订本（纽约，W.W. 诺顿，1996 年）提供了关于这一点的充足证据。
5. 在此记录的 10 种股票是：American Express，Chase Manhattan，Du Pont，Johnson and Johnson，Kellogg，General Electric，General Motors，Eastman Kodak，IBM，PepsiCo.
6. 我们现在很小心地说“可能”而不是“是”，因为一个不太动荡的股市可能会导致较高的影响，这种影响将重新恢复市场最初的动荡。如果这没有发生，那么股市的盈利会由于受更少的动荡而降低。
7. 我们认为这是一个常识，即职业投资者会为他们的顾客全力投资，但他们自己的投资组合却是灵活多变的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 11 章　关于股市价值，事后认识告诉了我们些什么?

对事后认识的洞察

正如我们在第九章里谈到的，价值必然是不确定的，而股市价值更是如此。但是，正如本章将要解释的，我们可以在很大程度上减少甚至消除这种不确定性——只要我们知道事后得到的收益。当然在以后的章节中，当我们进行预测时就不得不在不知道这种事后收益的情况下评估股市的价值。但我们可以仅仅依靠从研究过去的收益所得来的知识来进行预测，因此，我们需要尽我们所能研究过去——这些就包括充分地利用事后价值。

这里，我们将以完全不同于前面几章的方法，把注意力集中在辨认股市的重要时期上。我们将分析建立在长期基础上的盈利，因为这种时期代表着典型投资者所喜欢的时期。我们将说明，在知道事后收益的基础上，从长线投资者的观点出发，辨认出这些重要的时期是完全有可能的——这些时期是很明显的购买股票的好时期或者坏时期。我们将说明，我们可以从那些重要时期的特征中学到很多。

在好的年份里，确切地讲，股票是被低估的；而在坏的年份里，股票则是被高估的。我们需要强调的是：这不仅仅是一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种观点，而且是一个事实。由于我们已经知道事后的收益，因此，可以比较精确地计算出这些时期股市被高估或低估的程度。可以用一种有用的统计方法总结这些信息，我们称之为"事后价值"。在随后的一章里我们将说明，在没有事后收益的情况下，q 理论将有助于辨认好年份和坏年份。

盈利的多样性和"购买－持有"策略

对于"购买－持有"策略，情形是：在不知道事后收益的基础上，所有的年份都是好年份。"购买－持有"策略的热衷者并不寻求拒绝这样的可能性——在某个特定的年份盈利可能是负的。他们坚持认为，对长期投资者而言，如果股票的盈利在某一年是负的，那并不值得大惊小怪。假设投资者是有耐心的，差的年份会被以后更高的盈利年份所抵消。

为了证明"购买－持有"策略的不足，我们将告诉大家，长时期内，差的年份并不总是会被以后更高的盈利所抵消。因为股票投资者并不是永远地持有股票，因此，如果股票在 10 年或者更长时期里都是坏的投资，那么"购买－持有"策略事实上很可能会带来令人很不愉快的结果。

为了验证这两个重要问题中的前一个，我们以一种非常不同的方法来分析 20 世纪股票的盈利，这种方法与我们迄今所采用的纯历史的方法形成了对照。在通常情况下，一个好的原则是：如果你想用图表表达信息，你最好用两条线，或者三条，最多不能超过四条。在本书中，我们一般会尽量坚持这一点，但偶尔也会有例外。我们希望你能发现图 11.1 就是这种例外，它包含 97 条不同的线。

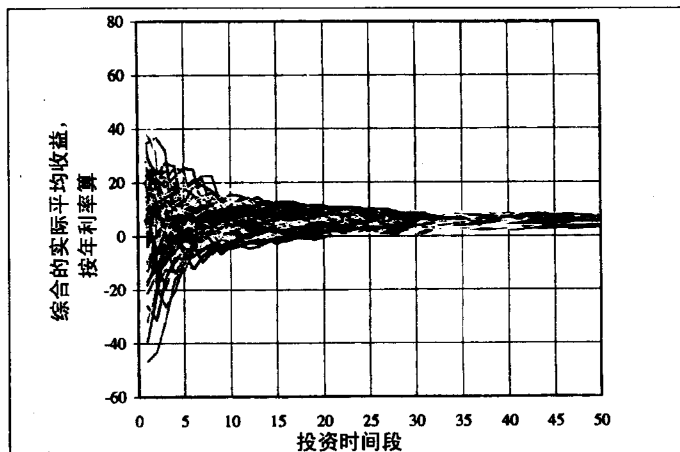
图中的每条线都提供了一个概要，即从 1900 年到 1996 年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中的每一年是否是购买股票的好年份或者坏年份。每一条线都显示了，在这一年投资股市你可以获得的总的实际收益。这样，每条线上的第一个点代表第一年的盈利，第二个点代表前两年盈利的平均，依次类推。我们把这扩展到一个 50 年的投资区间上。为了使它们之间可以比较，所有的数字都用平均盈利。

图 11.1

20 世纪的股票收益



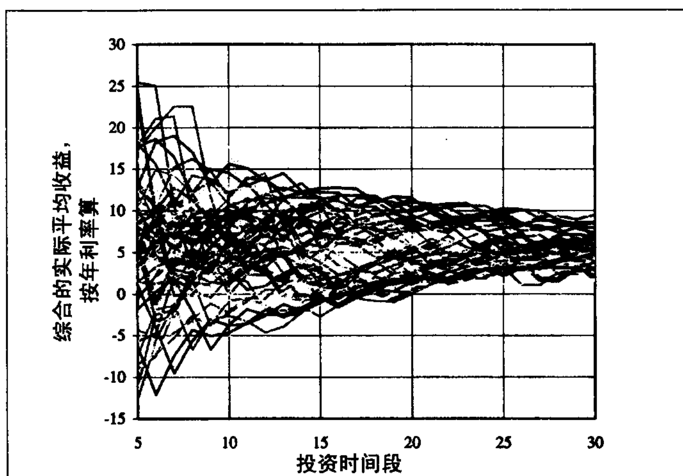
该图显示，不同区间上的盈利模式是极其不同的。尽管短期盈利变化很大，但是，随着区间的增加，不同年份间的差异程度在逐步地减小。当然，这就是“购买－持有”策略的理论基础。即使你在某一个盈利极其糟糕的年份里购买了股票，未来也可能有好的年份。一旦你把多于一年的盈利平均化，那么好年份和坏年份之间的差异就不那么明显了。你计算盈利的区

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间变得越大，不同的年份看起来就越相似，直到最后，你再看50年的区间时，盈利就集中成一个固定的量[8]。

图 11.2

20 世纪的股票收益



但是，不同年份间的差异并没有消失，特别是在那些大多数投资者都感兴趣的时期。当然，对终有一死的投资者（他们希望从储蓄中获益）而言，完全投资股市 50 年就太漫长了。我们在第二部分已经阐明，即使一般储户的投资期有 30 年到 40 年，通常他们持有股票的平均期限也不足它的一半。另一方面，大多数一般储户也不希望经常为短时期的盈利而担忧。由于这种原因，就值得把图表放大，并把注意力集中在那些长线投资者会立即感兴趣的区间上。在图 11.2 中，我们去掉图 11.1 中的两端，这样你就可以只观察一个范围更窄的时间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

段——5 年到 30 年间——的盈利，从而看得更加仔细。

积极的一面是，图 11.2 显示了一个经常被用来支持“购买-持有”策略的特征。除了一个 20 年的区间外，在 20 世纪的每一个年份里，股票都带来了正的实际盈利。这是一个很值得铭记在心的股票特征。正如杰里米·西格尔在《股票：长线法宝》中指出的，在相当长的时期内，股票是一种非常安全的资产，但是只在很有限的时候它才没有实际亏钱的风险。我们并不是希望否认这一重要的事实，我们将在以后的章节中说明：就我们所知，实际上，这个特性是 q 理论而不是其他任何价值理论可以帮助解释的。

正如我们以前所谈到的，20 年大约是投资者的平均投资期，这些投资者通常在 40 年的时间里有规律地进行储蓄，而且他们的收入不会随着时间而增长。所以，对大多数投资者而言，20 年太过漫长。20 年内平均盈利为零意味着实际上你能收回的只是你所存的钱。就连极少数能够接受这么长时期的投资者至少也会为这样的业绩而感到失望。

在最坏的 20 年里的零盈利与最好时期的盈利形成了极大的反差，在最好时期，投资者每年所获得的真实盈利平均约为 11.5%。在这 20 年内，每投资 1 美元最终约可增长 9 倍。退休后有一大笔钱，这笔钱是 90 万美元还是仅有 10 万美元？这之间的差别太大了，所以，你不可能支持这样的观点：即在一个长时期内是出售还是购买股票是无所谓的。

当然，许多投资者——大多数已经退休了——是不能等 20 年才把投资兑换成现金的。图 11.2 表明，时期越短，差异程度会越大。甚至是那些愿意等 5 到 10 年的投资者，在投资股票期间也有很多时候是亏本的。

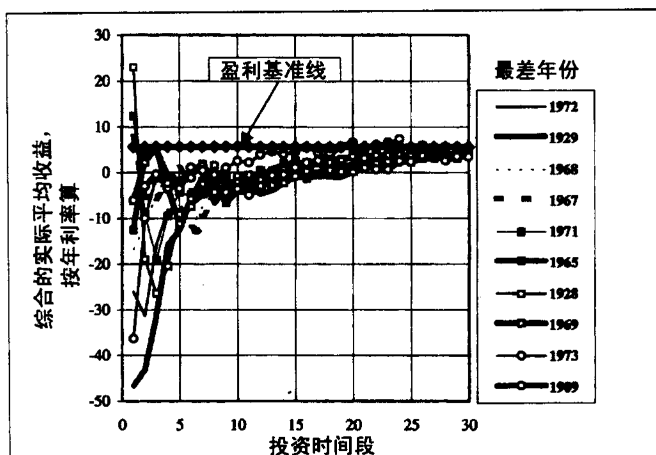
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买股票的好年份和坏年份

因为图中的线杂乱地堆积在一起，所以图 11.2 所不能反映的就是：是否存在这样连续的好年份或是连续的坏年份，即在大多数甚至是全部的年份中，不同时间段上的盈利都低于或高于平均盈利。在原则上和实践上，短期内明显的好年份或坏年份在更长的时间段上可能就变成非常平均的年份。[9] 但如果某些年份在不同的区间上均表明是一致的好年份或坏年份，我们便有理由将这些特别的年份视为购买股票的好年份或坏年份。

图 11.3

购买了股票的 10 个坏年份



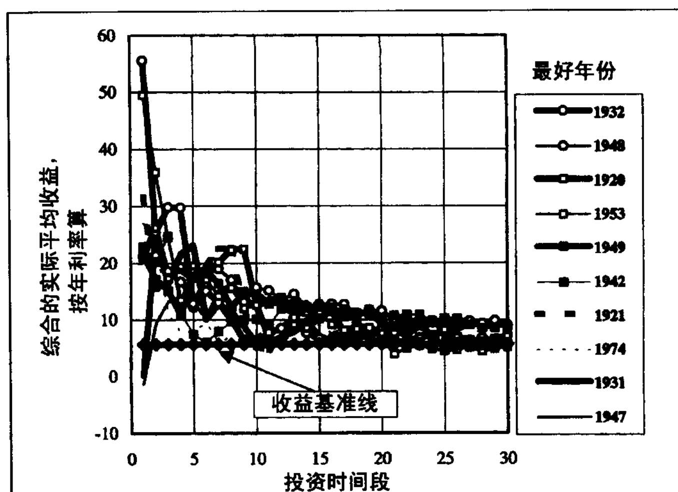
分析是否存在这样的年份的一个简单的方法就是，取图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.2 中的 1997 年中的每一年，算出在一系列不同区间上的平均盈利，并把它们排序，然后取出 10 个最好和最差的年份，观察它们是否有相同的特征。

图 11.4

购买了股票的好年份



这种排序的方法看起来可能武断了点，但事实上，就我们前面所考虑的有规律的储户而言，这更容易解释。我们假设[10]所有的储户都储蓄 40 年，在相同的年龄开始储蓄，不同年龄的储户人数相同。然后在任一给定年份，40 个储户中将有一个刚刚开始储蓄，并且因此将在 40 年中获得收益；另一个则已经储蓄一年了，并将在余下的 39 年内获利，以此类推下去；直到最后一个已经储蓄了 39 年，而且即将把他的储蓄取出——他们只有一年的获利时间。1 到 40 这个时间段上的平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均回报将合理地测出“典型”的有规律储户的盈利状况。[11]

我们在图 11.3 和图 11.4 中显示这个实验的结果。[12]在两个图中，除单个年份外，我们还标出了一条盈利基准线，长期的平均盈利大约是 5.75%——管理费、保卫费和运输费等已被扣除（暗指在每年 1 个百分点的花费之前的盈利）。这两个图说明，尽管有明显的差异，我们还是可以从购买股票的好年份和坏年份中学到许多。

我们先集中讨论坏年份。这并非是自然倾向于把注意力放在坏消息上，而只是因为利用股市价值的整个基础是，投资者必须知道如何对坏年份而不是好年份的风险作出反应。

关键的一点是，坏年份与坏年份之间也存在着非常重大的差异。从年度盈利来看，并非每个都是坏年份。事实上，其中有一些开始时看起来却是好年份——最为典型的就是 1928 年。但在观察较长的时间段时，我们发现更多地是相同的模式。10 年中除了一年之外，其他的盈利都是负的，而且，甚至 20 年时间段的盈利也都大大低于基准点。因此，坏年份所产生的影响要很长时间才能消失。最最令人惊奇的是，在一年以上的时间段中，只有一次，任何时间段的盈利都超过了基准点。因此，除了惟一的一次例外，其余的坏年份都极其一致地坏。

接着往下看，关注一下谈到的实际年份也很值得。尽管没有人会对 1929 年属于坏年份感到吃惊，但是依然值得注意的是：对股票投资者而言，以这种标准衡量，20 世纪最坏的年份应该是 1972 年。（我们料想，当信息充分时，1998 年或 1999 年或许能赢得这个愚蠢的奖项。但你得等到本书的第 15 版出来后才能使得这个事实得到确认，因为必须要获得大量的事后信息。）除其中一年外，所有的坏年份都来自于两个时期，就是 20 世纪 20 年代后期和 20 世纪 60 年代后期到 70 年代初期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来我们将指出，这两个时期的许多特征都与最近几年相似，最明显的就是：几乎是普遍一致的，在这些时期，事情进行得很顺利，并伴随着良好的经济形势。

这个特征的惟一例外，非常明显就是 1973 年。当时，绝大多数人都认为这是一个非常坏的年份。但从我们已经谈到的坏年份的一般模式而言，1973 年也是一个例外。接下来的一年，即 1974 年，盈利是极其糟糕的负 36%，并且这种盈利下降所造成的影响在很长一段时间内才完全消失。[13]虽然这样，自 1973 年起的 10 年的盈利都在正的区域内，而且当你察看 15 年到 20 年的区间（时间段）时，1973 年看起来就非常平均了。

就盈利的模式而言，伴随着好年份的经历，正如图 11.4 所显示的，最初几乎是各不相同。它们的不同之处就在于：所有第一年的盈利都是正的，或者都是非常地接近于零，所以也就没什么区别。这也暗示着所有的好年份都是市场的“低潮期”，这是不足以为怪的。除了以一年为区间的以外，模式都更加不同。尽管几乎所有区间基础的盈利都在基准线以上，但他们间的差异也没有坏年份明显。

谈到好年份的历史性时期，就没有那么集中了。但它们具有一个共同的特征，它反射出坏年份的特征。购买股票的好年份始终都是那些当时看起来非常坏或者经常极其可怕的年份。在这 97 年中，投资股市的最好年份是 1932 年，而这一年通常被视为 20 世纪美国经济最糟糕的年份。

一个对美国股市事后收益的简要指示器

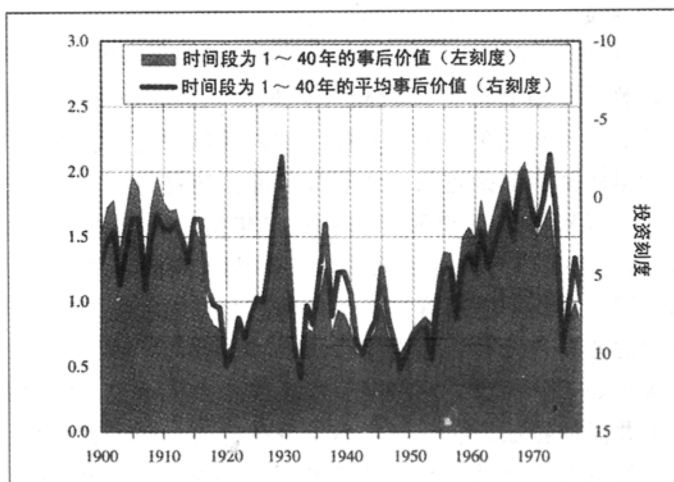
我们怎样才能概括从图 11.1 到图 11.4 显示的一系列信息呢？图 11.5 展示了两种方法，它们是高度互补的：实际上，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看起来它们几乎是一样的。顺便提醒你自己：该图为什么只到1977年就结束了：只有在我们拥有事后价值时我们才能对它进行评估！所以，该图不能直接告诉我们最近几年的价值。但是，正如我们将在下一章中看到的，它能直接告诉我们一些非常有用的东西。

图 11.5

事后价值



图中的线条是美国股市在所谈论年份投资的平均盈利，时间段是 1 年到 40 年。当然，这是我们在该世纪最初的 97 年中进行选择归类的标准，目的是找到购买股票最好和最坏的 10 个年份。我们用一个倒置刻度来说明。这样，时间段的平均盈利越高，在图中的数字就越低。如果这看起来有违常理，我们就应该提醒你我们评估价值的方法。股市代表好的价值时，随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后的平均盈利将证明是异常高的；当证明是异常低的时候，它就太贵了。因此，我们认为低价格是好的价值，而高价格是坏的价值，这就是使用倒置刻度的意义。

如果你喜欢用价格而不是盈利来考虑价值，在图中已用阴影显示出来，我们称之为“事后价值”，这实际上给了我们一个指示——即错误的估价幅度。根据事后的收益，1.0 这个数字表明市场是“公平的估价价值”，而 1.5 则表明是高估了 50%。这种方法的优势是有助于直觉，轻微的不足就更难计算。[14]

观察图表，我们可以找到“购买股票的 10 个最好和最坏年份”。坏年份就是波峰或者接近波峰，而好年份是在波谷中(两者的衡量都在平均的区间盈利中显示[15])。图表有助于说明为什么好年份的历史性时期更广：因为在历史上，波谷比波峰更多。经常出现这样的情况，即股市恢复，然后又跌回历史的低点而不顾股市被低估。

事后价值表明在任何一个给定的时刻，美国股市是如何被错误评价的。在 1929 年，以事后的收益来看，其市场被高估了两倍多，它大致等于我们在 1997 年末以 q 为基础估计的市场高估值。到 1998 年，并进入 1999 年，q 意味着市场比其在 1929 的高峰更多地被高估了。

当然，我们能够用事后的收益衡量 1929 年市场的高估程度，但是在更近的年份里，这显然是不可能的。所以，在下两章里我们将把 q 重新带回到图表中，看看它与事后价值配合地多好。

注解：

8. 当然，这部分是因为它们实际上非常相似。例如，从 1900 年和从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1901 年起的 50 年间的盈利都包括从 1901 年到 1950 年间的盈利，两者的不同仅仅是 1900 年的盈利不同于 1951 年的盈利。实际上，长期区间的盈利是叠加的，并且因此使用几乎相同的数据，这意味着我们下结论的时候必须考虑细节。这样图表也就不能显示两个完全独立的 50 年的盈利。我们将在第 17 章深入讨论这个问题。

9. 尽管有很大的局限性，我们仍然说，紧随着好年份的第一个低于平均利润的坏年份，在更长的区间上仍是低于正常利润的。我们将在第 17 章更深入的讨论这个问题。

10. 什么时候一个经济学家要你假设什么事情，你最好注意点儿。通常，我们做假设是为了简化讨论；但并非所有的假设都是无害的。(一个经济学家、一个牧师和一个律师被困在一个只有罐头食品的救生船上，没有人能打开这些罐头。牧师在祈祷有神奇的发明；律师在书写运输公司的损失；而经济学家却说："假设我们有一个罐头开启器……") 这里的假设看起来实在是没什么害处。我们可以找到一个更"实际"的平均方法，但这可能是无谓的复杂化了，并且最终只是告诉我们相同的事情。

11. 即使这种方法仍然很有争议的赋予长区间投资以太大的比重，因为它没有考虑那些退休者。把 20 年看作是退休以后的平均生命时间，那么他们的时间区间将是 1 年到 10 年。

12. 如果我们想更加严格地比较他们的相似点，我们就需要把图表限制在仅显示那些我们可以计算全部 40 年盈利的年份，而排除掉自 1957 年起的每一年。为了避免这种情况，我们会尽我们的所能计算平均盈利，但最小的区间也需要 20 年（因此我们除去自 1977 年的所有年份）。然而无法避免的是，我们无法对最近几年的事后收益那么有信心。

13. 考虑到下降 36%并不能靠随后的上升 36%而倒转。为了消除盈利下降 36%的影响，你需要一个 56%的正盈利。

14. "事后价值"的计算有点复杂；我们假设 20 世纪中有一系列有代表性的投资者，在相同范围的投资区间上，期望达到盈利的基准点 5.75%——扣除交易费用以后的盈利，这个交易费用是建立在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前一世纪的实际盈利基础上的交易费用。

15. 热心者会发现，尽管它们的轨迹十分接近，但对于每一年的错误估价来说，两个系列并不完全相同。表示平均的区间盈利的线中显示 1972 年是最高估的一年，而用价格衡量的区域却显示为 1929 年是最高估的一年。这并不是实际的问题，因为它们的差异程度是很小的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章 近距离看q

作为常识的q

所有的价格——无论是股份、商品、或者服务的价格——基本上是依同样的方法决定的。竞争使得商品和服务的价格降低到他们的生产成本。[16]这对公司来说也是一样的。如果商品和服务卖得比它们的生产成本要贵的话，它便会投资增加产量——这时那些商品的价格就会下降。如果公司卖得比创建它们的成本要高的话，现存的公司就会进行扩张并且新的公司会产生，直到公司的价格下降为止。最终，在一个竞争性的世界中，公司就如商品和服务一样，其价值便是它们创建的成本。这就是q所包含的意思。

这一原则当然同样适用于提供服务的公司和出售商品的公司。然而股票经纪人喜欢否认这一点。他们喜欢说q只适用于制造业而不是服务业的公司，其理由是服务业公司需要更少的资本。正如我们将在以后的第30章中所要表明的，服务业公司比制造业公司需要更少资本的论点并不被数据所支持。然而，更重要的事情是，即便这是真的它也并不重要。如果服务业比制造业提供更高的回报，投资者就会将钱一直投入到服务业中直至其达到相同的利润率。重要的是竞争。无论是服务业还是制造业，如果其利润高于平均水平，它们会很快地降到平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均水平，如果这是一个完全竞争的行业。

这是股票经纪人的经济学不同于真实情况的另一个例子。q与制造业相关而不与服务业相关的观点意味着资本的回报与一项而不是另一项相关。这是在胡说八道。经济学家们长期以来确定的关键在于竞争。在一个竞争性的经济中，商品、服务和公司的价值依赖其生产成本。对公司来说，其生产成本和在股市上购买它们的成本之间的差别表明了他们如何被压价或被抬价——而这很容易通过q来衡量。

股市和公司之间的疑惑

当愤世嫉俗者认为股市应当抛弃常识时，很少是因为不正当的理由。投资者倾向于将注意力集中于单个公司而不是整个股市，尽管事实正如我们在第10章中所示是那样，但实际上是整个股市在起到更多的作用。这是只见树木不见森林的经典例子。这同样存在于商品和服务的价格中。通常，生产成本决定了价格，但这与个别产品的价格相关甚少。这是因为竞争的影响在总体上是不变的，但是它随个别产品而变化很大。

通常，由于公司的价值相当于它们创建成本，它们的价值便不能依靠有多少盈利了。这一原则显然不能运用于个别的公司，所以在各个案例中有必要使用一种不同的方法。个别的公司不仅能够受益或受害于经济的周期性波动，并且在任何时间，不同的公司由于各种原因能够获得高于或低于平均水平的回报。[17]但是通常，公司会因周期问题而遭受损失。它们并不会全部破产。

股票经纪人当然想拥有两种方法，但是其结果可能是最有趣的。在20世纪将近结束的时候，日本的利润低而美国的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润高。同一个经纪人公司正式声称，在两个国家中这使高的 P/E 之比是合理的。

当只评价一个公司而不是所有公司的时候，利润是起作用的。公司在个体上与经济联系不大，但是在整体上是所有经济产出的主要部分。单个公司产出的增长与经济总体相比可以更慢也可以更快，但是一般来说，公司与经济是以相同的速度增长的。一个公司利润水平的增长可以快于平均水平，但是公司在整体上显然不能如此。

为什么 q 是新的

既然 q 是来源于常识，但是，它最近才被广泛地使用和讨论实在是一件令人惊奇的事情。这主要有两方面的原因。

第一个原因是，直到最近经济学家们对研究股市还相当畏缩。我们理解的股市的关键理论基于这样的理论，如“有效市场假设”和资本性资产定价模型，这些理论都是在过去的 30 年或 40 年里发展起来的。詹姆斯·托宾在 1969 年发表了他关于 q 的论文。[18]就金融市场所作的大部分工作而言，这是一篇相当早的论文。还值得一提的是在他的论文中，托宾指出 19 世纪早期的经济学家提出了常识意义上的 q 的性质。由于托宾是第一个指出 q 重要性的人，所以这并没有减少托宾工作的价值及其原创性。

第二点重要的原因是当托宾首先写关于 q 的东西时，并不能获得数据检验其理论。这并不是因为数据很难产生，而是没有人认为这样做是重要的。美国自从 1945 年以来的官方数据现在已经编好，并且我们和其他的经济学家已经构造了到 20 世纪初的合理数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有获得长期的数据才有可能检验托宾的理论。为了检验q是否能回复它所包含的意义，你需要许多波峰和波谷的循环。由于自从1990年以来股市只有5次被严重地高估了，所以，在q被认真地检验之前需要许多年的数据。我们看起来是第一批提出要有足够年份的有价值的数据来检验托宾理论的人。[19]通过检验，理论被证明是足够牢靠的。这一结果产生了检验结果的研究论文和这一本书，它们都带有完全的学术精确性。[20]

注解：

16. 将资本竞争性的回报也看作是另一种成本。
17. 高于平均回报的公司股票价格比低于平均回报的公司股票价格要高是合理的。由于高于平均回报的收益和低于平均回报的收益互相抵消，这对于平均价值来讲是没有影响的。
18. 托宾在其论文中所定义的q与本书所用的方法有细微差别。但这无论如何也不会影响结论。其差别在电子附录中加以解释。
19. 在1997年给客户Smithers & Co. 的报告中。
20. 见我们在第4章脚注20所引用的罗伯逊和赖特的论文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 13 章 关于过去的价值 q 本来能够告诉投资者什么

q 和事后价值

我们在第 11 章中看到，事后认识不仅能够告诉我们在历史上购买股票的好时机或是坏时机，而且还能告诉我们在这些情况下股市是如何被错误估计的。然而，恼人的问题当然是有价值的事后价值在于理解过去，而我们需要一种能够预测将来而不是回顾过去的衡量价值的方法。

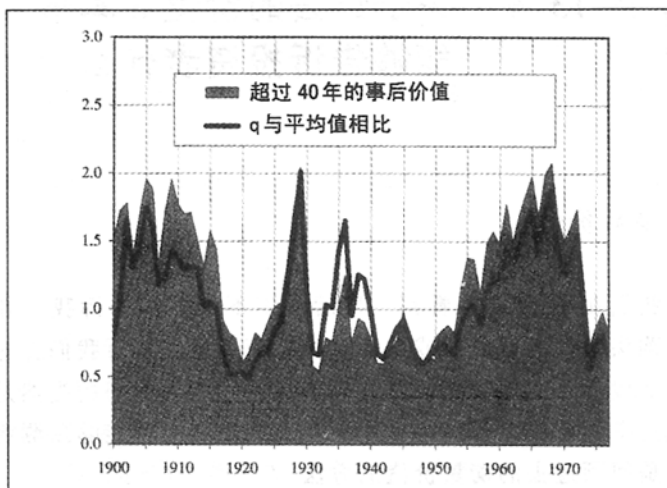
图 13.1 再次访问了我们在第 11 章中事后价值的衡量方法，并且表明它是伴随着 q 的。记住表格中的数据是到 70 年代末为止的，因为我们没有足够的后续数据告诉我们以后年份的事后价值。图 13.1 的信息是相当清楚的。至少从历史上来看，q 本来可以成为市场价值的很好指标。[21]

如果有什么东西看起来和这一样好的话，它便应该值得怀疑。这个图表实在是太好了，使人难以相信这是真的，但在有限的意义上，它的确如此。如果价值毕竟能够说明什么的话，那便是市场会变得更加昂贵，前提是在它急剧上升的情况下。这就意味着除了 q 以外，其他的评价比率也有可能表明市场是否会变得更加便宜或是更加昂贵。我们全部所需证实的就是基本价值（这是以一切评价比率为基础的）的衡量方法要比股票市场更加稳定。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 13.1

q 和事后价值



但是这个图表明 q 所能做的并不仅仅只有这么一点。稳定性固然很重要，但它并不充分。我们也同样需要第 2 章所间接提到的性质：平均回复性。我们将这种性质比作是一条能够不让市场偏离基本价值太远的有弹性的橡皮绳。在更长的时期中，没有什么能够阻止一项稳定的但却是假的评估标准逐渐偏离市场。但这样的事不会发生在 q 的身上。[22]

将这两项特征——基本原理的稳定性和平均回复性——结合在一起是使 q 成为事后价值好的指标的主要因素。

可供选择的指标和事后价值

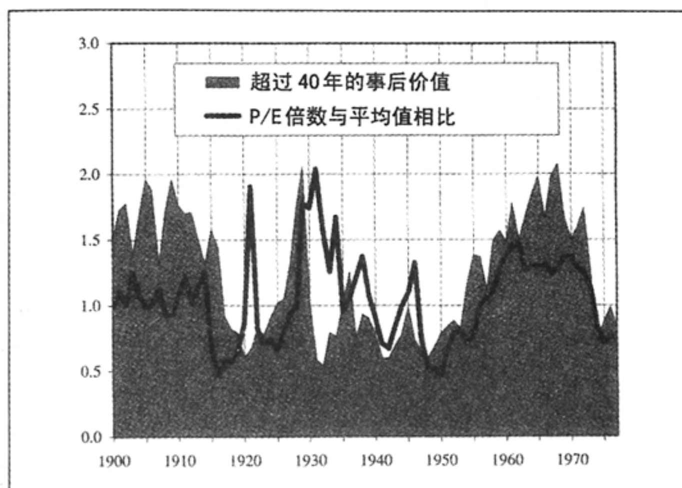
通过事后价值判断 q 的优越性，在与两个其他可供选择的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

评价标准的比较中最好地体现了出来。最为明显的是 P/E 倍数，它是建立在这样的假设上的：以支付了利息和税款之后的利润作为收益，是能够用来作为基本价值指标的。图 13.2 表明了以 P/E 倍数作为事后价值的指标是多么地没有效率。

图 13.2

P/E 比数与事后价值



正如我们所预期的，这两幅图的对比展示出了一些与第 4 章中 q 与 P/E 比较相似的地方。在许多情况下，P/E 是与事后价值一起变化的，并且，我们已经发现，P/E 看起来是平均回复的。然而，在 20 世纪的一些关键时刻，P/E 在基本原理稳定性的检验中失败了，这是因为分母部分——作为收益的 E——实在是太反复无常了。

仅仅捡出一些极端的例子，正如我们第 4 章中所提到的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

P/E 倍数表明 1932 年的市场是非常昂贵的，但是事后价值却告诉我们事实恰恰与之相反：市场是明显地，而不是模糊地，非常便宜。回过头看图 13.1，你会发现 q 已经告诉了我们这些。类似地，q 是一战前和 20 世纪 60 年代末 70 年代初对市场高估的更好指导。所有这些案例的解释在于利润发生了什么事。1932 年，正处于大萧条的低谷，因为周期的原因，利润是出奇的低；在 20 世纪 60 年代和一战前，它们导致了 P/E 对价值的极端误导。我们将会在第 22 章和第 23 章回过头来更详细地讨论这个问题。

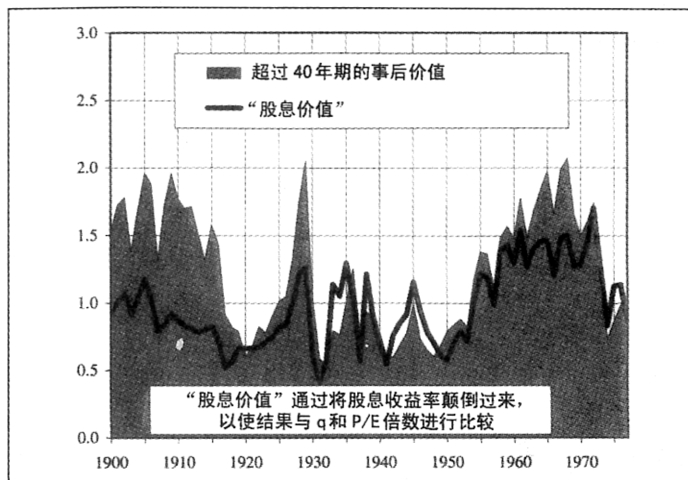
一项可选择的比较表明仅仅稳定性也是不够的。图 13.3 作了股息的相应比较，它们比收益曲线要平坦得多。

这个图中所示的衡量方法可以用一个简单的词来解释，我们称之为“股息价值”。通常用股息来评价市场的方法是股息收益率，即每股红利除以其价格。直接从表面上看，这种方法所存在的困难是，与 q 和 P/E 倍数相对照，当收益率高时，股息收益率表明市场价格很低，当收益率低时市场价格很高。我们的股息价值方法通过将股息收益率倒过来，并将结果与历史平均进行比较，解决了这个表面上的问题。

图 13.3 表明股息比收益更能满足稳定性这一条件。正由于这个原因，股息价值在短期内是显示价值如何变化的好指标。当然，图 13.3 也显示了在长期内，股息价值所存在的问题。在评价标准中，这一点——使用股息的方法是否有平均回复性质——还很不明朗：联系价格和股息的弹性要么不存在，要么是太弱而没有用处。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 13.3



所以，股息价值看上去在整个世纪的历程中是偏高的（与之相对应的股息收益率是偏低的）。对价值衡量的结果暗示了市场在前半个世纪看上去是相当"便宜"的（甚至是在 1929 年 8 月的高峰），而在后半个世纪看上去近乎是"昂贵"的。我们在第 21 章也将更加详细地讨论这个问题。

这两项比较告诉我们，q 在过去做的要比那些能常用来确定市场什么时候被高估或低估的替代指标要好得多。在下一章我们将会问，如果能够获得 q 的数据，使用 q 的投资者是否能够利用这些信息。

注解：

21. 记住我们只能说它"可能成为"很好的价值指标，而不是实际上的那样，即投资者并不能得到要用的数据。如果它们是如此的话，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们不知道可能会发生什么结果。

22. 在解释上，事后价值有以上两种特性，如果不能依赖过去，它并非是理所当然用来衡量价值的有用手段。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 14 章　作为投资工具的 q

q 投资者的交易规则

在最后一章中我们可以看到，在过去，q 已经给予市场价值很好的信号。在这一章里，我们将说明使用 q 的投资者已经很成功了。考虑到图 13.3 显示的明确证据，这并不令人吃惊。

在考虑使用 q 的投资者是多成功之前，切合实际地回想一下，事实上并没有 20 世纪的投资者曾经使用过 q 作为投资指导，这是由于数据是难以得到的。如果数据可以得到的话，股票价格的历史将会相当不同。

使用 q 作为投资工具是很简单的。因为 q 表明了股票什么时候是廉价的，什么时候是昂贵的，所以 q 能使投资者得以高卖低买。有很多不同的方法利用交易规则对此进行表述，但是这些方法都是基于这个简单的原则。当然，这也正是构成套利一般过程的基础的同一原则，我们已在第 9 章介绍过这一原则。

当投资者不在股票市场时，他们将不得不持有其他东西，为了简化起见，在下面的例子中，我们将假设投资者可以持有的只有两种资产：以 3 月期国库债券为代表的现金存款，或者一种有代表性的股票。[23]

我们假设投资者能做的惟一选择是进入市场或者离开市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场。当然，职业投资者拥有他们会使用的额外武器。他们能发展起来卖空，但这些都包括额外的风险，同时也不是普通投资者能做到的。

不把所有的时间都用于投资给使用 q 的投资者额外的好处：与投资者采用“购买－持有”策略相比，投资者能以较低的风险获得额外的回报，这是由于离开市场的时期通常意味着较低的风险。[24]较低的风险将增加投资者得到更好的晚间睡眠的机会。所以，正如我们已提到的那样，可以说 q 不仅提供财富收益，也提供了健康收益。

以 q 为基础的交易规则 1：平均规则

最简单的规则就是当 q 低于平均值时，持有股票，当 q 高于平均值时，持有现金。我们应该明白，即使在上一世纪这也不是使用 q 的最好方法，但结果却表明，相对于将所有时间都用于投资的情况而言，即使这么简单的一种规则也会取得明显改善。

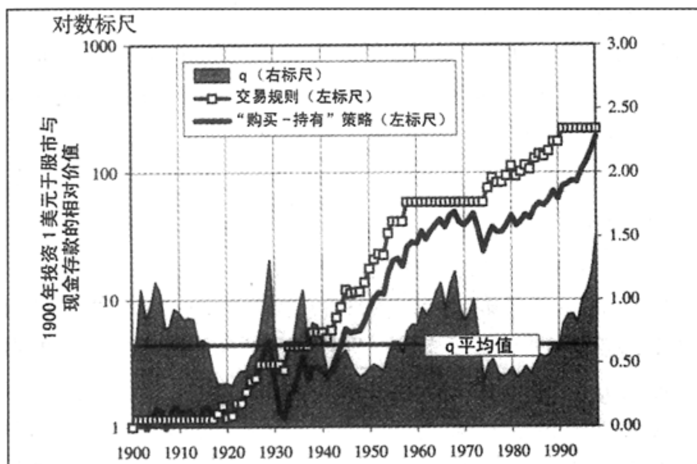
图 14.1 说明了这个规则是如何运作的。在这个图与随后的两个图中，这项交易规则的回报与“购买－持有”策略的回报将会与持有现金存款的回报相比较表达出来。这样，当其中一种策略优于持有现金时，相关的曲线将上升；当它劣于持有现金时，相关的曲线将下降。在采取“购买－持有”策略时，当股票市场的回报优于或劣于现金回报时，相关的曲线表现得非常明确。在利用以 q 为基础的交易规则时，事情就有点复杂了。当规则示意持有股票时，曲线将沿着买入与持有股票的路线前进。然而，当规则暗示我们该撤离股市时，我们就将改为持有现金。在这种情况下，这种交易规则的回报显然将与现金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回报相等，所以，曲线呈水平状。

图 14.1

交易规则 1：当 q 高于平均值时，持有现金



当“购买－持有”策略暗示我们撤出股市时，这样的交易规则一定会成立或是被打破。当股市疲软时，如果策略是立即撤出股市，并从此转向持有现金，那么这种策略将优于“购买－持有”策略；然而，如果在股市攀升时，策略过于频繁地暗示我们应持有现金，那么这种策略将劣于“购买－持有”策略。

图 14.1 表明，即使是如此简单的一个交易规则，它的积极特征也一定能抵消它的消极特征。从整个时期来看，这种交易规则的回报实际上略优于（平均每年 0.2%）“购买－持有”策略的回报。[25]但更重要的是，q 投资者会以很低的风险来获得这些回报。这样，他们将更不会因慌张而在错误的时间卖出股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票。

然而，简单地在股票昂贵的时候离开股票市场不可能是最好的策略，这是因为股票的平均回报高于现金的平均回报，所以即使低于平均值的股票回报也仍然高于现金回报。因此，平均规则不能有效地利用股票的一个重要优点，即相对于现金而言的长期回报。使用平均规则的投资者持有股票的时间将少于一半，这对于减低风险来说是极好的，但对于增加回报来说却不是最优的。

以 q 为基础的交易规则 2：50%规则

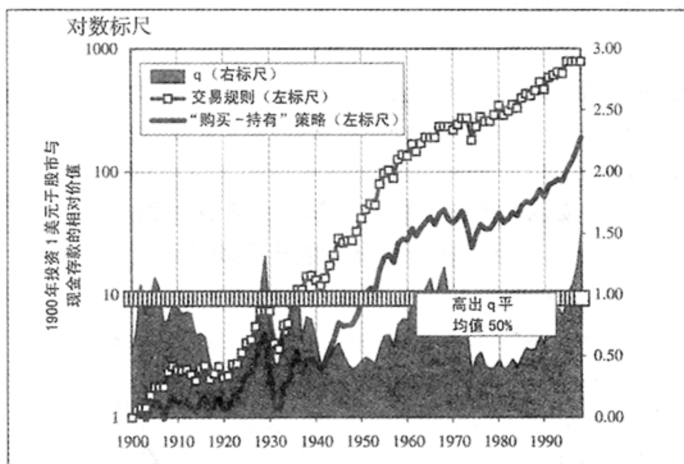
调整第一种交易规则的一种简单方法是，当股票价格与平均值相比较高时不卖出股票，但当股票价格非常高时卖出股票。与当 q 高于平均值时退出股市相反，投资者会一直等待直至 q 大于平均值 33%或者 50%。我们曾经观察过许多不同的比率，发现临界值的准确价值并不是那么重要。因此，我们能说明投资者使用一种交易规则的效果，这种规则是指投资者持有股票直至他们得到 50%的溢价。

图 14.2 表示了在 50%规则中使用 q 的结果。在这里用回报增加与风险减少来表示的收益是很重要的。50%规则能获得高于“购买－持有”策略每年 1.5%的平均回报。即使超过 10 年，这也能提高投资价值的 20%。需要重复的是，投资者将以较少的风险来获得这些额外的收益。在这种规则的基础上，q 投资者将在只有 17%的时间内持有现金；但是这些时期代表的是投资于股票的非常差的时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 14.2

交易规则 2:当 q 大于平均值 50%时,转向持有现金



50%规则的表现肯定是非常优于平均规则，但它仍然很容易看到投资者如何能干得更好。

- 50%规则意味着投资者在 q 值低于临界值时重新进入股票市场。这好像是与一般思路相反的，因为这意味投资者在股票仍然被高估时再次投资股票。
- 50%规则经常意味着在一个下跌的市场中买入股票，这是由于一旦 q 开始下跌，至少从历史上看，q 就趋向于一直跌下去。

这两个特征在投资股票相当长的一段时期内得到体现。50%规则意味着投资者离开市场的时间仅占 17%。然而，正

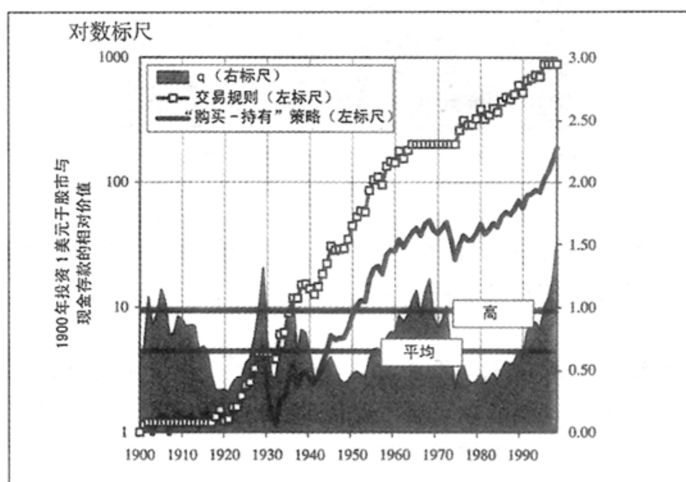
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如我们在第二部分看到的那样，在 20 世纪的大约 1/3 的年度里，股票的表现要劣于其他资产。我们关注的最后一个交易规则将处理这些问题。

以 q 为基础的交易规则 3：双临界值规则

图 14.3

交易规则 3：当 q 大于平均值 50%时，持有现金直至它低于平均值



在吸收了来自以上两种交易规则的见解后，处理以上两种交易规则所存在的问题的一种相当简单的方法就是把一种交易规则基于两个临界值上，而不是仅仅一个。概念很简单：投资者等到 q 达到溢价相当严重的水平，然后卖出，重要的是，投资者保持离开市场的状态要持续到市场显示为公平估价。[26]原

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

则上来说，高临界值不需要与前面规则中的临界值相等，低临界值也不需要与平均值相等，但为简单起见，我们使用了相同的数字。

图 14.3 表示了使用双临界值的结果。很明显，双临界值规则优于前两种交易规则。双临界值规则产生比平均规则高得多的回报，而且在整个时期能获得比“购买－持有”策略每年高 1.7%的平均回报。双临界值规则也要优于 50%规则，相比较，双临界值规则能获得较高一点的回报，而重要的是，它降低了风险。后一种效果在投资者以较少的时间进入股票市场时起很大作用。

在双临界值规则中，投资者离开市场的时间与股票的表现劣于其他资产的时间大致相等。[27]然而，这一点并不应被过分强调，因为在许多年份中，存在着双临界值规则在错误的时间进入或者离开股票市场的情况。正如我们立刻看到的那样，这个特点正是双临界值规则的主要弊端。如果你严格地应用这规则的话，保持镇定将会是非常重要的。

买股票最优与最差十年的回顾：我们的规则能准确地指出它们吗?

在第 11 章中，我们已在买股票的随后回报的基础上，选出肯定是买股票低劣的 10 年，也在此基础上选出肯定是买股票优异的 10 年。这里有一个明显的问题是，三种以 q 为基础的交易规则能否把这些年度指出来。

考虑到 q 与我们将在最后章节中提到的事后价值的紧密一致性，因此，发现这 3 种规则能做到以上要求并不令人吃惊。在“电子附录”中，我们看到，所有的规则在确定优异年度中

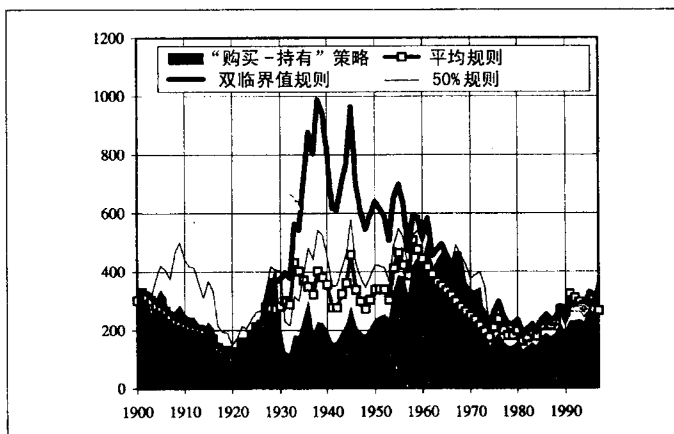
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都得满分（10/10），而且3个规则中的两个能在确定低劣年度中得满分。只有50%的交易规则在确定低劣年度与优异年度中不能获得完美成绩，这是与该交易规则的主要缺陷相一致的，这个缺陷就是：该交易规则使得投资者持有股票的时间过多。

q的价值是什么？量化来自q为基础的交易规则的收入

图 14.4

30年期有规律储户所获得的财富总量：
“购买-持有”策略与以q为基础的交易规则



原则上，一种我们量化使用q获得收入的方法是：计算在世纪初投资一笔钱的价值，然后计算每一种规则的递加收益，并与“购买-持有”策略相比较。然而，当我们把这些应用于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资模型“耐心的美国本地人”时，这导致了许多批评。简单来说，实际上没有投资者像这样表现。相反，我们更愿意去量化在第二部分中谈到的典型的有规律储户应用以 q 为基础的策略产生的收益。

我们再次假设有规律储户每年把他们增加的收入中的固定比例添加到他们递增的储蓄中。为了利用交易规则，储户需要每年一次决定是把所有递增的剩余额投入股票市场或者持有现金存款。

图 14.4 表明在几乎所有时间里，这三种交易规则相对于“购买－持有”策略而言能为投资者提供较高的平均收益。在双临界值规则的案例中，投资者在一些时期的平均收益是非常高的。然而，也有一些时期，即使是交易规则也不能避免真实价值的重大损失。其中一个基本的例子是 20 世纪 70 年代，这时候即使是持有现金也不能保护投资者财产的真正价值。过去有许多年份中付给现金存款的利率还跟不上通货膨胀率。

保持稳定的价值：以 q 为基础的交易规则的不对称收入

我们不愿意给予你们一种这样的印象，那就是使用 q 作为投资指引是很简单直接的。除了已经提到的说明以外，一种以 q 为基础的投资策略是很需要非常强壮的神经系统的。

对此有一个简单的理由。我们的交易规则只能在相对不寻常的时期——当回报是非常消极的时候——帮助投资者。当交易规则指示投资者持有现金时，即使股票仍在上涨，这时候对使用 q 的投资者来说是很难受的。任何一个实用规则通常都意味着在股票市场达到其顶峰前卖出股票。因此，当离开市场显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得非常重要的时候同样也是离开市场就可能会被惩罚得很严重的时候，这起码也会像在第三章中困扰着吉乌斯特夫妇的相关种类的风险那样。这些可以被称为“吉乌斯特夫妇困难抉择时期”。

图表已经表明离开市场的时期将给全部 q 投资者带来收益，但是，这些收益将被用来补偿 q 投资者绩效不佳的时期，这是由于尽管市场被高估，但股票价格仍然上涨。很明显，q 投资者在这些时期实际上并没有损失金钱。他们只是比那些继续投资者较慢一点富有。当市场崩溃时，他们的回报就会来临，而且他们也不会受这些崩溃影响。无论如何必须认识到的是，对投资者而言，绩效不佳的时候是非常不舒服的。

当泡沫经济越剧烈时，惩罚将越厉害。近年来，q 投资者所受的惩罚应该比 20 世纪的任何时候都更为严重——第一，因为 q 上升的范围几乎是毫无前例的，因此而变得无法预测；第二，股票市场上升的时间比以前任何一次泡沫经济都持续得久。对于在 1996 年或者 1997 年卖出股票的 q 投资者而言，生活显得令人十分失望，这种情况一直持续到 1998 年年末。老实说，他们可能避免了股票市场在该年度二三季度下跌的压力，但他们也错过了在该年底股票市场更为急剧的反弹。

面对情况的这一转变，q 投资者可能会被诱使去忽略股票市场的实际价值而重新进入市场。过去十多年的经验本来能够支持这种行为，由于过去只有很少的结果表明投资者能够完全忽略股票市场价值。但是这种经验是基于长期水平之上的，并与许多常识相伴，所以表明了这种重新进入股市完全是不明智的。任何长期的观点告诉我们 1998 年和 1999 年无可置疑是卖股票的极好年份，而买股票则是灾难性的坏年景。

利用事后价值分析过去，q 给我们提供了对近期悲观的许

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多理由。我们将在第四部分解决这些问题，届时我们将考察华尔街的未来。然而在这里值得强调的是，对股票投资的短期悲观和长期乐观的原因是基于同样的推理。

注解：

23. 我们使用杰里米·西格尔在《股票：长线法宝》中构造的指数。
24. 这就具有附加的好处，那就是意外需要金钱的投资者可以冒较少的风险，即以让人沮丧的价格卖出股票。我们将在第 18 章深入地讨论这个问题，那时，我们会谈到一旦股价不好，这种意外需要金钱的趋势将会经常发生。
25. 虽然这种对比对交易规则是有偏见的，但这种偏见具有争议性，这是由于我们衡量“购买 - 持有”策略的收入的时候与股票市场的顶点时刻是很接近的。正如图所显示的那样，在 1998 年前的几乎所有时刻，交易规则都能提供更好的回报。
26. 可以用理论背景来说明这些类型的交易规则也是对不确定性与交易成本的最优反应。经济学家称它们为 Ss 规则。
27. 事实上，在那些实际上能了解未来的人看来，它也几乎正好与离开市场的那部分时间相一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四部分
q 和华尔街的未来

正如我们从开始就说的，q 既传达着关于华尔街未来的好消息也传达着坏消息。在第四部分，我们首先关注坏消息，仅仅因为这是更直接一些的问题，由于华尔街正处于创记录的高估水平。虽然我们不会宣称精确地预测未来，但在第 15 章我们将展示，过去告诉我们有关未来可能性平衡（balance of probabilities）的许多事情。很明显，目前在股票上成功的机会非常不利于股票投资者。

知道原因同样也很重要。在第 16 章，我们将展示高的 q 值已经怎么样地启动了经济力量，并且最终必然证明高的 q 值是无法停止的。

然而，当我们进一步向前看时，我们需要提供给你们一些好消息。在不太远的未来某一时刻，股票将再次提供公正的价值。经验暗示，这种事下一次发生的时候，股票将会非常地不受欢迎。我们在第 17 章展示，既然 q 理论能解释“购买 - 持有”策略过去的成功，它也将能给利用 q 的投资者在股票非常不受欢迎之时提供重新入市的信心。更为重要的一点是，对 q 理论正确的理解将使投资者不像他们惟一替代性的选择是“购买 - 持有”策略选择时那么谨慎，而是在股票中投入更多的财富，同时承受更少的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章 股票作为长期投资的坏消息

关于未来股票收益，q值能告诉你什么，又不能告诉你什么

20世纪末，很高的q值指出了一个非常黑暗的前景，这一点已经显得很清楚了。然而，这并不意味着我们能预测股市将在什么时候下跌。正如本书将通篇强调的，对于什么时候股市上涨或者下跌，是不可能作出可靠预测的。如果这是可能的，那么市场就会提前作出反应，而且这时市场就不能像它被预测的那样上涨或者下跌了。市场时机必然是不可预测的，但是虽然如此，投资者吵吵嚷嚷地认为知道事情什么时候将会发生的事实，可能是为什么会有如此多的关于股市的胡说八道被写出来的惟一主要原因。有一条英格兰谚语说，如果你问了一个愚蠢的问题，那么你将得到一个愚蠢的答案。

q值能作的是告诉你什么将可能发生。我们知道的许多最为确定的事情便是这种形式。一个例子是玩轮盘赌或者掷骰子。成功的机会有利于庄家（house）。我们知道如果赌徒们玩足够长时间的话，他们将会输，而且我们知道赌徒们输的概率。然而对于任何单个小球的旋转或者骰子的滚动，我们不能预测出很多的东西。

在这章，我们将展示，在1998年年底，q值粗略地暗示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

着，在1999年期间股市有2/3的可能性将会在真实价值上下跌。有这样一种适度的各种短期概率的权衡，在1999年期间，股市升了而不是降了的事实并不太让人吃惊。但是正像在预测谁会在轮盘赌中胜出一样，随着时间的延长，通过q理论得出的预测结论将变得更为强有力。这样有大概85%的可能性，在未来的10年中，市场的真实价值将会下跌。轮盘每次旋转的结果是高度不确定的，但当旋转次数增加的时候，无法连续打败庄家（house）的机会迅速增加。

股价怎样高估了？

经济数据的本质意味着估价不可能是一门精确的科学。这样，虽然我们可以说在20世纪末q值非常高，我们不能确定到底有多么高。在估价中有两种主要的不确定性。

第一种形式的不确定性，也是最容易应付的，和q值至关重要的特征有关，关于这点我们已经在第2章和第13章暗示了，即平均回复性——把q值拉回平均值的弹性力量。这种平均回复性的力量越强，以及衡量这一力量的数据我们拥有的越多，我们就能越精确地估计股价过高的程度。（想像一下，你可以看见皮球在一根弹簧上面弹上弹下，但是，你要么看不到弹簧，要么看不到系着弹簧的底座。底座就正像“基本面”一样。你观察皮球的时间越长，它的运动越有规律，你就能够越准确地指出底座会在哪里，仅仅凭借观察皮球的运动。）

这种不确定性的范围可以被测量出来，通过显示我们能确信（在某种精度下）真实值处于其中的某一个范围。你希望结果越确定，这一范围就越宽。例如，如果你需要的是95%的确定性，这一范围将需要比你所满意的范围——如果你对于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

90%的确定性就很满意——更宽一些。统计学家称这些范围为"置信区间"。

表 15.1

过去的 q 值高峰的比较

高峰期	过高估价的 q 值	过低估价的 q 值
1905 年末	1.88	1.61
1929 年 8 月	2.17	1.87
1936 年末	1.78	1.53
1968 年末	2.02	1.74
1998 年末	2.51	2.17

表 15.1 显示了 1998 年年末[1] 和过去处于市场高峰时的 q 值估价过高的置信区间范围。如果股市曾被恰当地确定 q 值，这一范围本应当在 1 的两侧，而且这一范围覆盖了每一情况下 95%的可能的取值。所以，虽然我们不能绝对地确定估价过高的程度，但以这些数据的平均回复性为基础，我们能更加确定估价过高的概率。数据暗示有 95%的概率，在这些时刻，股价过高的程度在表中每行所显示的两个值之间。这意味着我们可以说有 95%的可能性，在 1998 年年末，股市 2.2 到 2.5 倍地被过高定价了。[2]

然而，表 15.1 中的不确定性范围只能应对一种形式的不确定性，因此它定会高估我们可以用来测量市场价格过高的精确性的真实程度。为了使我们的计量更准确，我们需要知道我们能对数据的可靠性有怎样的信心。

我们曾经遇到有关 q 值应用的许多批评，这些批评声称数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据是不可靠的。我们将在第25章和第30章更深入地回应这些言论，但是在这一阶段我们仅仅指出，有关q值的数据是从与广泛范围上的经济数据一样的来源中得出的，正如被通常当作理应可以信任的测量国民生产总值的那些数据来源一样。那些声称有关q值的数据是不可靠的人，并没有对q值根植于其上的那些数据的不可靠性提出同样的言论。但是，事实上，并不是计算q值的方式的可靠性被质疑；事实是，正在作出售股权生意的那些人不喜欢他们的生意被q值传达的消息所损坏。

为了改变关于q值的数据资料——如果以任何一种重大的方式使这一信息足以改变——那将必然导致过去10年到15年美国经济史的重大改写。既然其他的数据显示了一个一致的故事，而且因此得以共同支持，这样一种重写将会由于毁坏要点而限制其可信度。因此，虽然我们没有声称关于q值的数据是完全可靠的，但我们相信，q在可靠性上和其他从同样被普遍接受的官方来源得来的经济数据一样有同样的信誉。

我们也要指出，平均值的复原性之特性本身也是支持数据精确性的证据，因此，正如我们在第4章指出的，这恰恰是经济理论预测的。

q理论的未来

虽然这样高的q值对于q值未来将怎样变化有非常强的暗示作用，但这只能在概率的层面上这样说。由于我们有大约100年的数据，我们可以用这些概率来描绘出未来q值将最可能怎样运动。我们在图15.1显示这一点。

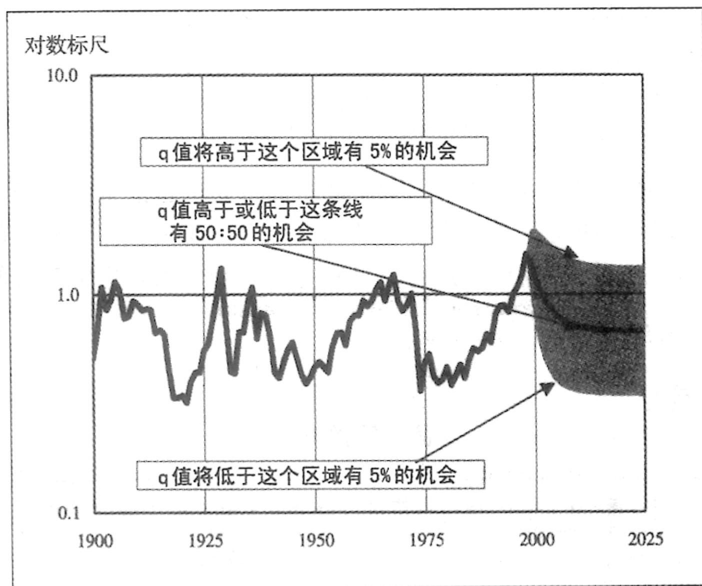
像表15.1一样，这张图给出了置信区间——有关未来q值的不确定性范围。延续弹起的皮球的类比，图中显示了短期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跳动预计将有 90% 的时间停在其中的一个区域。我们预计，只有 5% 的时间 q 值会弹入比它低的一个范围，也只有 5% 的时间会弹得比它高。因此，我们可以在 95% 的程度上确定 q 值低于这一范围的上限。

图 15.1

q 值的历史能对 q 值的未来说些什么



在短期前景和长期前景之间有显著的差异。因为股票价格，以及 q 值在短期是非常不确定的，q 值始于这样高值的事实当然不会排除在短期它还将进一步上升的可能性；但随着时间的流逝，出现这种情况的机会变得越来越少。[3] 在 5 年到 10 年的时间范围内，q 值的取值范围可能明显低于 1998 年年末

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的数值。表 15.2 显示，在 20 年的范围内，q 值将会回落，这在统计上几乎是确定的。

什么使 q 下降？

到目前为止，我们把注意力局限于 q 值，但是很明显长线投资者们必然对其在股票价格以及每股收益上的含义很感兴趣。正如我们在第 2 章提到的，我们可以把 q 值的定义如下写出：

$$q\text{值} = \frac{\text{股票价格}}{\text{每股企业的净值}}$$

既然 q 值是一个比值，它下降的原因既可能是因为分子的部分下降，也可能是因为分母的部分上升。逻辑上，任何一部分均能进行这种调整。然而，只有 q 值能警告股票价格变化的风险，它才对投资者有用。

表 15.2

q 值下降的概率

范　围	q 值从 1998 年年底的水平下降的概率
1 年	67.7%
2 年	78.0%
5 年	90.4%
10 年	95.9%
20 年	97.4%

我们可以通过两种方式评估这一风险。首先，我们可以扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展我们已使用的关于 q 值的方法，即通过观察历史模式并用它们来估计股票价格下跌的可能性。这是在本章余下部分我们的关注点。但是 q 值只有在我们了解它是怎样起作用的时候，才会使人满意。所以在下一章我们转向这一问题。两个问题的答案都强化了 q 理论，正像它们本应该如此那样。

股票价格的风险

平均回复性的特点意味着当 q 值很高时，它就可能会回落下来，而当 q 较低时，它便可能会上升。因而 q 值包含着有关 q 值未来变化的信息。图 15.2 用最为简单的方式展示了另一半消息：它很明显地显示 q 值的变化和股票价格的变化是密切相关的。q 值上升或下降之际，股票价格通常也上升或下降。这两个特点加在一起，告诉我们 q 值不仅仅可以提供有关它自己未来的信息；而且也能提供有关未来股票价格的信息。通过眼睛，这种方式就会发现的结果，也可以通过更多的检验来证实。在统计上，有明显的证据表明 q 值确实提供了这种信息。[4]

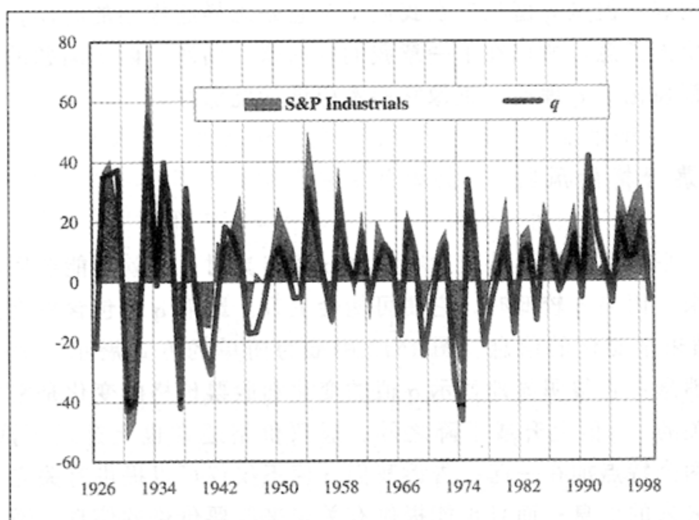
这种短期关系在较长的时间跨度内甚至变得更为明显了。当然，这隐含在我们在第 13 章指出的 q 值与事后价值之间的密切关系之下，由于在任何特定的年份里，事后价值以总结的形式，概括了在随后的收益上所发生的事情。因此 q 值与事后价值之间的联系显示了 q 值传达信息的实力，即 q 值传达了长期和短期关于股票价格以及每股收益的风险信息。[5]

我们在第 2 章也看到了，紧跟 q 值过去的高峰值而来的便是重大的价格调整。这些调整从比较近的时期——既有美国也有其他地区——的 50% 的下降，到 1929 年之后的 80% 的下降不一而足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 15.2

股票价格和 q 值的百分率变化



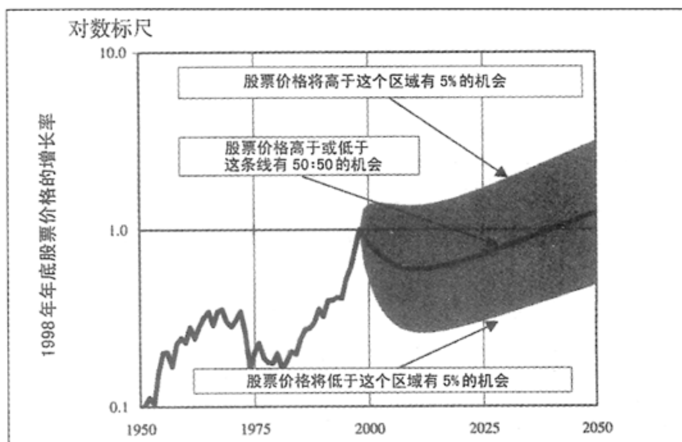
根据股票价格的风险，我们可以用总括的方法概括这些特征。有关的统计方法更复杂一些，虽然它后面的理论是很简单的。核心就是我们通过观察过去 q 值和股票价格之间相互联系的模式，来评估未来股票价格的风险。[6] 这一方法同我们用来导出图 15.1 和表 15.2 的那一种方法非常相近。但是，这些方法告诉你关于 q 值的预测，它们不能直接告诉你什么是隐含着的对价格的预测。然而，图 15.3 可以做到这一点。

正像任何一个有关未来的陈述一样，图 15.3 事实上是一个关于过去的陈述。阴影带概括了有关未来真实股票价格的前景的预测，前提是：假定股票价格与 q 值之间的运动跟过去的平均模式相一致。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 15.3

q 值对于真实股票价格的风险都说了些什么



图中显示的股票价格的不确定性的模式跟我们在图 15.1 中展示的 q 值的情况非常相近，虽然实际的不确定性程度更大一些。价格和 q 值过去通常一起移动，但是并不十分精确。回顾一下定义 q 值的那个比值，就可知道不是所有调整都来自比率的分子部分——股票价格。一小部分变化来自分母部分，即 q 值的一小部分变化通过净资产价值的变化而变化。因此跟 q 值相比，关于股票价格的前景的不确定性有另一个额外的因素。

另一方面，图 15.3 传达了一条图 15.1 不能传达的信息：预计股票价格的值在下一个 10 年到 20 年移动的范围大多低于其在 1998 年年底的水平。这张图说明股票价格不下降也是有可能的，但不是非常有可能。表 15.3 给出了将来若干年股票价格下跌的概率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15.3

自从 1998 年年底，股票价格下降的概率[7]

时间范围	股票价格从 1998 年年底下降的概率
1 年	66.1%
2 年	71.7%
5 年	80.0%
10 年	84.5%
20 年	81.2%
30 年	69.3%

我们已经在投资于股票和玩轮盘赌之间作了类比。当然了，当 q 值处于或接近于其平均值的时候，在股市和普通场合的轮盘赌之间有一个重大差异。通常，股票投资者可能集中堆砌他们的某些喜好上的机会。然而在 q 值上升之际，这些有可能成功的机会逐渐变差，直到今天这种极端的水平，这些可能成功的机会对于投资者而言已非常小了。图中显示，未来 5 年到 10 年期间价格下降的可能性显著地高出未来 1 年内出现这一情况的可能性。这点可直接从轮盘赌的类比中得出。总有走运的机会，但是你在桌子边坐得越久，持续走运的机会就越小。

在大约超过 10 年的时候，这种概率又开始下降了，虽然仅仅是逐渐的。正如我们前面指出的，这一点之所以发生是因为，经过足够长的时期，成功的机会通常更强地取决于股票投资者的喜好上面。随着时间的流逝，近期不好的前景逐渐被较长时期的好前景抵消了。这样，如图 15.3，随着时间的流逝，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

覆盖可能性收益范围的阴影带逐渐地有向上的趋势。但是，正如我们曾在前面指出的，将只有非常少的投资者能够等待足够长的时间来证实这一点。

对投资者的隐含含义

虽然存在一些股票价格将不会下跌的可能，但这种慰藉很少。没有资本升值，你从股市得来的惟一收益就是你的红利收入。在目前“倾斜的市场”极端低的红利收益下，股票价格既不上升也不下降之时，投资者要是持有其他资产的话将会好得多。

图 15.4 从图 15.3 的股票价格未来价值的范围放大而来，并且显示未来股票价格仍以投资者过去 20 年已经熟悉的那种速率增长将是多么的不可能。如图所示，由于股票价格变动的反复无常，即使这些高度无节制的收益在短期也是可能实现的。然而，它也显示了，这些机会有多么差。股票价格只有不到 5% 的概率以每年 20% 的速度增长一年或者以每年 10% 的速度增长三年以上。[8]

到现在为止，股票价格在可持续的基础上，以每年 10% 或更高的速度增长几乎是统计上不可能的，这一点应该是非常明显的。由于调查显示，一般投资者的期望值通常高于 10%，投资者很快将从股票中觉醒看来几乎是必定无疑的。一旦这件事发生了，q 投资者可以期待股市再一次变为一个值得投资的地方。但是由于股票价格的重大崩溃将构成一般投资者觉醒过程必要的一部分，只有 q 投资者——这时当然已经抛出了股票——将能够真的很高兴看到这一机会。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 15.4

以 q 为基础估计股票价格与指数化债券

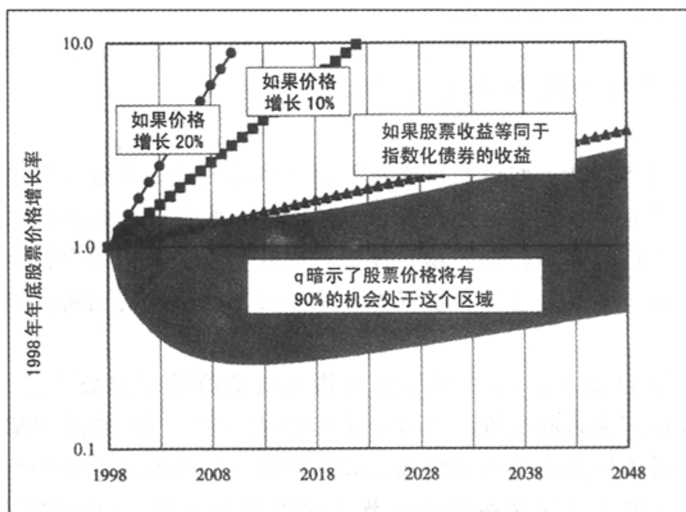


图 15.4 中的第 3 条线显示了，如果价格继续以它们历史上的平均速率增长——即真实价值每年以 2.5% 左右的速率增长——那么，在价格上将会发生些什么。过去，资本升值的速率足以提供股票总收益——去除成本以前，大约为 6.5%。然而，这仅仅是可能而已，因为平均红利收益大约为 5%，远高于今天的水平。由于目前红利收益仅约 1%，即使股票价格将每年增长 2.5%，股票的收益也将降到只等同于现在可从安全的指数化债券中所获得的 3.5% 的收益。图 15.4 显示即使是这一非常一般化的收益，在任何长期的基础上，也都是高度不可能的。持有 15 年的股票只有不到 5% 的机会，会被证明是比保护投资者免受通货膨胀影响的美国政府债券更好的投资。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 15.4

在 1998 年年底，股票的业绩超过指数化债券的概率

时间段	概　率
1 年	29.7%
2 年	22.7%
5 年	12.5%
10 年	6.1%
20 年	2.9%
30 年	2.3%

股票被证明是比指数化债券更好的投资的概率在表 15.4 中显示出。要赶上过去股票的平均收益的可能性当然就更小了。这重复了我们在第 3 章表达的论点——即使对于一位长生不老的投资者，股票目前提供的也是很差的预期。你往前看得越远，你的股票业绩将或者超过指数化债券或者赶上股票自己历史上的收益的机会将越少。

有关股票作为长期投资的坏消息

至今为止信息应该很清楚了。在 20 世纪末，在股票方面，成功的机会可能比过去 100 年里的任何时刻都更加严重地不利于投资者。因为收益是不可预测的，下一年的收益或许可能仍然是可以接受的。但是，正像轮盘赌一样，投资者在桌边坐得越久，发生这种情况的概率就越低。

隐含的含义也很明显：长线投资者应当抛出股票。在第 5 部分，我们将看一下替代性的，你应当怎么安置你的钱。但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先我们需要做两件事。

- 首先，在第 16 章，为了了解 q 值为什么将会下降，我们需要看看在 q 值下降的概率后面还有些什么。
- 其次，在第 17 章，我们想提醒你有关 q 值的好消息。我们想显示 q 值帮助解释了为什么股票在过去曾经是那么好的一种长期投资。同样，我们期待在不太远的将来，当 20 世纪最大的股票市场泡沫破碎之后，股票将再次成为一种出色的长期投资。通过证实股票可以而且确实提供了恰当的价值，q 值将再次扮演关键性的角色。

注解：

1. 我们的完整数据的最后一年。
2. 为了得到这些概率我们需要对于数据的统计特征作出某些特定的假定（从技术上说，数据处理过程中的革新使得 q 在对数上呈现正态分布），但这些不会显得和观察结果不一致。
3. 1999 年下半年写作本书的之际，看上去 q 好像很可能在 1999 年要有一次轻度回落；但正如阴影带所示，它在短期的进一步上升也不会令人吃惊。
4. 我们在电子附录中提供这一结论的一些技术证明。在统计上，我们要展示 q 值“Granger 导致”了股票价格，这以一种非常重要的方式来说明，对于股票价格的变动，q 值是一个很有用的先导性指示变量。前面涉及到的斯蒂芬·赖特和其同事唐纳德·罗伯逊的论文更加深入地处理了这一问题。
5. 我们在这里可互换地应用价格和收益两个词，由于几乎所有关于未来收益的不确定性都与未来价格的不确定性有关。收益中的红利部分是很容易预测的，且目前也小到当然可以忽略不记的程度。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 这一技术很大程度上取自前面提到的斯蒂芬·赖特和其在剑桥的同事唐纳德·罗伯逊的学术论文，我们非常感谢斯蒂芬·赖特对本书虽然不是直接的，却是很有价值的贡献。我们在电子附录中提供了这种方法的一个概览。
7. 我们整本书说的股票价格均为真实价格，即用 CPI（消费价格指数）调整过的价格。
8. 图中显示了股票价格每年以 20% 和 10% 增长的这两条线在有 90% 概率的阴影带之中的年数。然而，在阴影带下面以及上面有同等的概率，这就留下了表现更好的机会，一旦这条线在阴影带的外部，但其可能性小于 5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章　为什么q值已经上升了，为什么q值将要下降

知道为什么的重要性

前面一章告诉你，股票市场有很高的下跌概率，因而只有非常低的概率提供像样的收益。然而，我们不应当满足于一个完全以统计证据为基础的解释。我们也必须了解为什么。对于一名经济学家来说，统计证据和理解原因是至关重要地联系在一起的。不理解原因，统计证据有作为“黑箱”的风险。同样地，没有统计证据，仅以经济逻辑为基础的推论也绝不会得到真实的检验。在前一章我们已经有了真实的检验。我们现在转向经济逻辑。

激励很关键

当我们在第12章考察q值时，我们指出了一条经济学上的核心思想，即通过竞争的力量，价格被降到生产成本。在第9章，我们也向你们介绍了套利的思想。套利和竞争两个概念是非常紧密联系的。当价格太高的时候，两者都因有盈利的可能性而产生的激励驱动着，两者共同起作用，引起价格差异的下降。惟一真正的差异就是，我们通常把竞争的思想与实际上制造产品的厂商相联系，而套利通常被认为仅仅是在便宜的市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场买入并在昂贵的市场卖出（贱买贵卖）。[9]

要指出的非常重要的一点是同样的激励驱动着两个过程。这对我们断定 q 值将要下降是很重要的。在一个不确定的世界中，我们不能精确地说出 q 值将会怎样下降。我们当然不能精确地说出 q 值什么时候将要下降。在这两个话题上，我们都可以进行推测；但是最后我们能提供的一切只是有见识的投机罢了。然而我们却可以说 q 值将会下降，因为激励起关键作用。

在第 12 章我们说明了，q 值事实上仅能告诉你的是：你必须在股票市场上支付给公司多高的价格，这些价格是从制造这些公司的成本衍生而来的。q 值因此告诉我们，存在很强的利用这一差异的动机。用大白话表达就是，有明显的进行某种形式套利的激励。正是我们对激励起作用的想法的信心给了我们断定 q 值一定下降的信心。

我们不想过分地分析这一点，但是我们应当强调，在经济学家们说某件事将要发生和他们说这件事怎么或何时发生之间有多么巨大的差异。如果经济学家们不得不依靠他们带有某种精确性地预测事件的能力而过活的话，他们可能将会有像占星家或算命的人一样的名声。但是，经济学家们作得比这好得多，因为他们一次又一次地显示了，只要给出正确的激励，可以相信，人们能去作剩下的一切。

一个经典的例子便是从 20 世纪 70 年代初至今的石油价格的历史。当 OPEC 在 1973 年到 1974 年之间设法把石油的真实价格提高到原来的四倍之际，普遍的恐慌开始了。西方经济将要永久地任凭一些阿拉伯国家的处置，而且在可预见的未来，燃料短缺将会成为决定经济力量的因素，这些被广泛地假想着。当然啦，那些确信世界正处于用尽从石油到铜所有一切的边缘人，把石油价格的上升看成仅仅是任何关键东西的价格都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会进行螺旋性上升的第一步而已。

在所有这些之中，米尔顿·弗里德曼（Milton Friedman）持一种非常不同的看法，他的这种看法是基于激励很关键的简单前提。他指出石油真实价格的上升绝对一点都不是由于生产石油的真实成本的增加。也没有任何真正的证据表明供给真的在耗尽的边缘。所以，弗里德曼断定，石油的价格不能停在高位。当然，他是完全正确的。1998 年的石油价格，在真实价格上，比第一次石油价格飙升之前的 20 世纪 70 年代早期的价格还要低一些。

1973 年，精确的石油价格怎么样或何时将会下降是不清楚的，但是这并不是关键。很容易看到，当时欧佩克以外的石油生产者有巨大的激励来增加它们的产量，并且去寻找新的供给。对于欧佩克自己的成员也有强大的激励破坏规则，并在配额上进行欺骗——为了使石油产量下降并因此抬高价格而设置的。对于石油消费者来说，他们有强大的激励来找到办法削减他们的石油消费，并且由此降低需求。在破坏欧佩克控制石油价格的力量上，无法说明这些力量中的哪一种将会是最为重要的。也不可能说出这些力量何时将会起作用，或者是否还有其他将会使价格回落的机制产生。但是可以非常确定地说，一些事将会发生，因为激励是这样的强。

正是同样的事对 q 值产生作用。q 值是它的平均值的 2.5 倍的事实意味着，对于美国公司部门的一股股票，你目前所不得不支付的大约是你通常情况下支付的 2.5 倍。q 值变得越高，作出反应的激励就变得越强。尽管反应的精确性质必然是不清楚的，但是它将会发生。

这一断言明显地需要回答两个问题：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 如果激励是如此强大，为什么对于 q 的高值还不曾有一种反应？
- q 值又是怎样达到如此之高的？

两者的答案都很有启发性。我们将依次回答它们。

至今为止的反应

第一个问题的答案是直截了当的。对于 q 值的高水平已经有了一种显著的反应。这一反应可以从不同的上下文中观察到。

图 16.1

美国家庭储蓄和股票市场

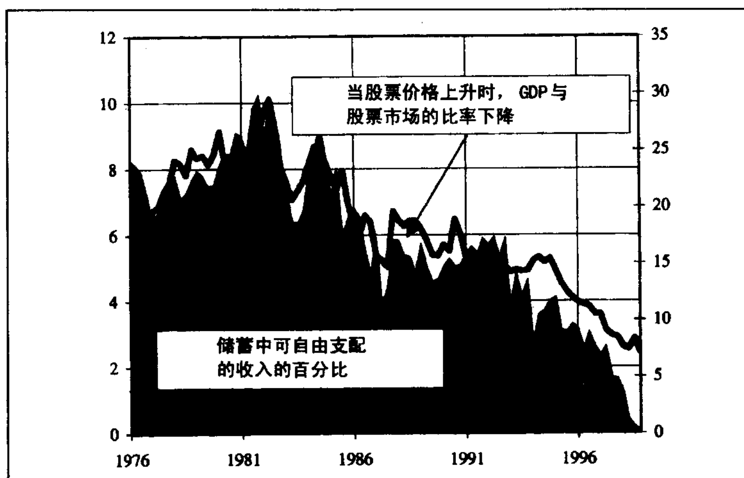


图 16.1 显示一种很明显的反应。q 值对于储蓄已经有了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重大的影响。人们储蓄的主要原因是为了能在他们退休的时候舒服地生活。因此，人们为了有足够的钱可以退休，所需要储蓄的金额依赖于他们能从他们的储蓄中得到些什么。因而，人们期望的收益越高，他们储蓄的越少。

图 16.1 展示了高涨的股票市场对储蓄所造成的强有力的影响。当股票市场变得越来越过高估价的时候，美国人的平均储蓄已经降到了零。这当然不意味着没有人在储蓄，但是这意味着靠其储蓄生活的人们，或者越来越多负债的人们和那些正在储蓄的人们对于整个经济拥有同样重要的作用。

当 q 值很高时，它事实上对储蓄有两种作用。首先，它提高了已经积累的储蓄价值；其次，它提高了人们对于他们未来有可能从其储蓄中得到收益的期望。正像我们在第 2 章指出的，在股票市场已给出高收益之后，q 实际上本应当远远更为理智地预期未来的低收益，但是所有的证据指出相反的事发生了。

在 q 值降低储蓄的同时，它增加了投资。原因很明显，而且直接跟托宾关于 q 值怎么起作用的原始思想相关。与通过股票市场买入资本相比，厂商可以通过直接投资远为便宜地购买到资本。既然在平均意义上，通过竞争，它们必然从两种方法中的任何一种获得同样的利润，购买真实资产而得的收益就远高于购买股票的收益。所以厂商也对激励作出反应。图 16.2 显示投资也明显地跟随着 q 值向上。

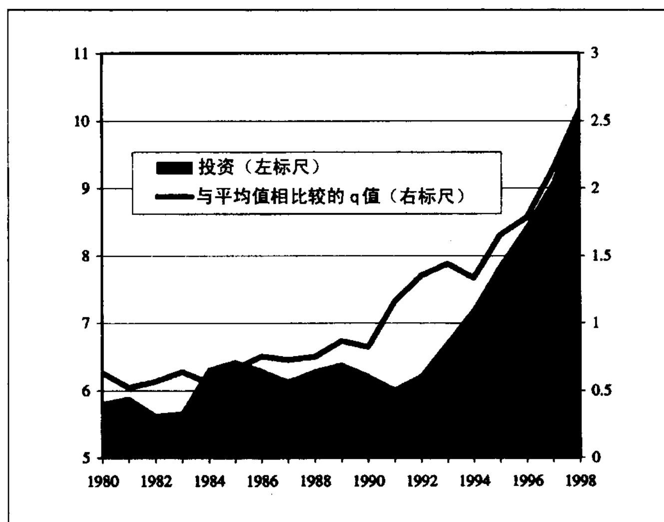
因此很明显地，高 q 值的影响是激励了投资并且阻碍了储蓄。如果美国是世界上惟一的国家，股票是公司筹集资金的惟一方式的话，这些影响效应将会是明确的。当消费者为了消费更多的东西选择存更少的钱，并且停止正持有的股票时，对股票的需求将会减少。同时股票供给将增加，由于厂商为了进行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更高的投资而发行新的公司普通股来筹资。两种趋势能够得以调和的惟一方式将是股票价格的减少。一旦股票价格降到足以把 q 值拉回到它的正常水平之际，激励就像通常一样，发挥完了它们的作用。

图 16.2

投资和 q 值



但是股票并非公司可以用来筹措资本的惟一办法。如果公司利用负债而不是股权筹资的话，那么股票价格的下跌就能被推迟。但是这将仍然使得投资有超前于储蓄的倾向。结果，需求将倾向于比供给上升得更快，最终导致通货膨胀。在今天的情况下，通货膨胀可以通过增加进口来满足超额的需求而被控制住。这之所以是可行的，是因为美国当然不是世界上惟一的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国家。一个投资多于储蓄的国家可以作到这一点，只要其他国家打算把钱借给它。这恰好是正在发生的事情；并且事情的另一面是不断上升的贸易赤字。

股票不是公司能用来筹资的惟一方式，这一事实是使得 q 值仍处于高位的一个核心条件。美国不是世界上惟一的国家的事实也是重要的一点，因为通过进口满足超额需求可以减缓通货膨胀的效应。然而，这说明了重要的一点：高的 q 值本质上是通货膨胀性的，因为它意味着资本的成本被暂时保持在其均衡水平之下。

这两个因素解释了为什么对于 q 值的反应还没有使股票价格下降。但是它们留下了为什么公司更偏好于通过发行债券而不是股权来借钱的问题。然而，我们不久将会看到，这一表面上有悖常理的事件是对于近来在管理激励方面的变化所作出的理性反应。

q 值怎么会达到这么高？

如果国家作为一个整体储蓄越少而投资越多，我们通常将会期望包括股票在内的所有金融资产的价格都将会下降。但是如果股票市场的参与者都趋向于集体性地转向购入股票的话，这就不必发生了。正是 q 值上升了如此之多的事实清楚地表明了这必然已在发生中。

但是“集体性地”这个词格外重要，由于起作用的是因股票市场的买者和卖者而导致的对需求的净压力。[10]图 16.3 展示了最近这些年谁在买入和卖出股票。这是非常明显的。

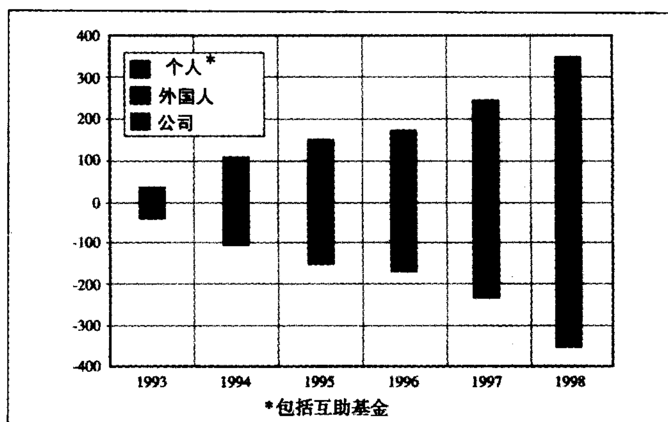
这张图显示的是，最终将带动 q 值回落的套利已经发生了。同流行的神话——神话坚持，一堵“钱造的墙”，不论直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接地还是通过共同基金，都在从私人部门挤入股票市场——恰好相反的才是事实。事实上，在净额上，美国家庭正在作明智的事，在股票市场上卖出。这六年中除了一年以外，其他的年份显示出海外的投资者也是这么做的。

图 16.3

华尔街的净买者和净卖者



*包括互助基金

当然，我们应当强调这些数字是在净值上的。许多美国个人投资者仍然在股票市场上买入；但是他们的购买正被其他美国投资者的出售更多地抵消，而且是净购买或净出售才起作用。

这张图也展示人们正在出售股票给谁，而答案第一眼看上去，使人吃惊。最近几年，美国公司部门几乎惟一的买者正是美国公司部门自身！要不是股票价格上升，否则我们就看不见将会出现的由家庭把股票卖给华尔街而导致的对价格向下的压

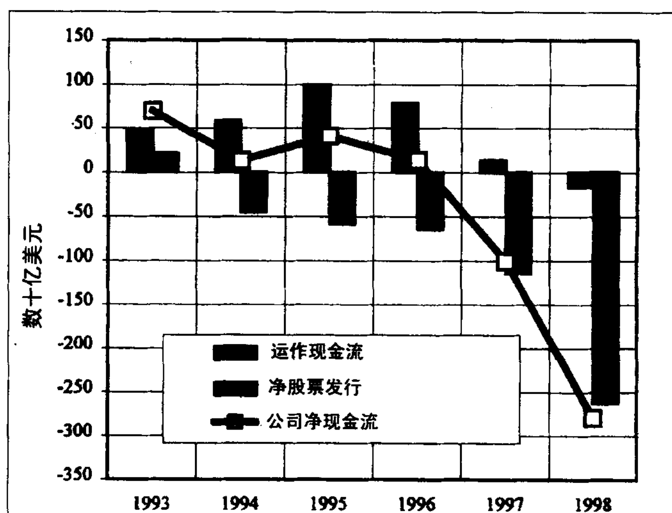
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力，已经被由美国公司买回它们自己的股票而带来的上升的需求更多地抵消掉了。

我们可能应当提醒你为什么这会如此令人吃惊。q 值告诉我们，这并非是因为公司自己的股票便宜——恰恰相反；也不是因为公司部门现金充足。虽然利润是合乎情理地高，但很大程度上由于周期性的原因，我们看到厂商也正在进行更多的投资，由于这一点，所以它们明显地需要现金。图 16.4 显示了这一结果：美国厂商的净运作现金流，就是支付红利之后并进行新的投资之后，利润中剩下的那部分，从一些年以前的稍稍大于零变到了稍稍小于零。

图 16.4

美国非金融公司的现金流



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原则上，厂商可以通过发行新股来为这一赤字融资；但事实上，正如前面的图所示，它们作了相反的事：买回它们自己的股票在效果上意味着新股发行持续为负值。由于总体结果——如图16.4所示，厂商在股票市场上的活动对总体结果所造成的影响远大于厂商日常经营活动所造成的影响——造成了大量的负现金流，所以，厂商不得不通过其他方式借钱来为其融资。所以，在效果上，美国厂商正逐渐从通过发行普通股融资转向通过债务融资。

这是因为债券发行比普通股的发行更便宜吗？正相反。股票很昂贵的事实意味着在它们上面的收益是低的。但是，对于投资者而言，很低的收益意味着对于借款人而言借钱的低成本，所以发行新股目前是筹集资金的一种非常便宜的方法。另一方面，虽然利率在名义上相当低，但它们在真实意义上远不是很低的。首先，公司必须支付的比政府债券高的风险报酬最近增加了。[11]所以对于要筹资的厂商而言，债券目前并不是便宜的方法。

总结一下，因此，我们可以看到股票价格以及q值是怎样上升的，尽管存在家庭和海外投资者逐渐、明智地成为股票净卖者的事实。原因就是公司们同时转变为净买者了，尽管实际上，为了这么作，它们不得不进行额外的、而且远非便宜的融资。

这是否显得有点儿疯狂，的确如此。但是，正如我们前面指出的，激励是关键；而且它证实了事情的进展在激励的大规模冲突的基础上是相当容易解释的。当20世纪最大的泡沫破灭之后，允许发生这件事的事实可能正好显示出，它是20世纪最大的蠢事之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司股票期权和激励冲突

不幸的是，经济学家们在这件蠢事上可能也不得不接受一些责怪，虽然，正像常常发生的，在当时它看上去像是个好主意。20 世纪 80 年代初，经济学家们开始对于向公司雇员提供更好的激励的想法非常感兴趣了。起初的关注点倾向性地集中于让给他们利润中的股份。这被看作是不但为厂商提供了好处，而且提供了潜在的宏观经济好处。[12]不过，给出利润中的一些股份的问题在于利润是资本的收益，而如果雇员得到了部分资本收益，股东将有所损失。明显的解决方案看来便是鼓励雇员，特别是高级经理，使他们自己也变成股东。然而，为了抵消与此相关的风险，公司越来越多地通过期权方式间接地提供股份。通过这种方式使经理们从事一种单方向的赌博。要是股票价格上涨了，在这种情况下，他们行使他们的期权获得收益；但要是股票价格下跌了，他们实际上也不会失去什么。

事实上，这一方案使得经理们通过更多的方法，而不是一种方法，获得巨额利润。他们不但可以得到额外的收入，而且在当前的会计程序下，他们还能在不表现出蚕食了利润的情况下做到这一点。[13]同时，这个方案引入了一种明显的激励扭曲。如果经理们的收入实际上跟股票价格的变化联系在一起，经理们就有非常强的动机要确保股票价格上涨，而非下跌。这免不了要使他们的金融决策走偏，而且，如图 16.3 和图 16.4 所示，事实的确如此。

第一眼看上去，这是一局没人明显会输的游戏。经理们高兴，因为他们的收入大大提高了。投资者也高兴，因为股票价格在上涨。但事实上，永远都必定有一个实际上的输家；在这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

件事中，尽管表面现象是经理们输，但实际输的是个人股东。他们将要输钱，而不是赢钱，因为真正的股票实际收益的价值由于向雇员进行的财富转移而减少了。

要表明其原因是非常容易的。P/E 倍数目前大约为 40。我们将在第 22 章和第 23 章讨论 P/E 倍数、营业利润和实际收益之间的联系。现在，我们只需简单地指出这种联系暗示了大约 2.5% 的股票实际收益。厂商们为了继续购买它们自己的股票（通过股票在平均收益上使它们获得 2.5% 的回报），需要发行的公司债券的实际成本大约在 3% 到 3.5% 之间，具体数额依靠厂商们的信用等级而定。[14]厂商们因此正在以比它们从其购买的资产上得到的收益还要高的成本来借钱。这永远都是一条完全毁灭的道路。它也很明显地跟股东的利益相反，由于最终只有靠蚕食利润才能补偿。

当然了，它可能表面上显得并不与股东的利益相反，由于股票价格正在上涨。但是你也许要记住一系列的丑闻——通常出现在拉美或者东欧——在这些丑闻里，投资者被引诱把钱存入一些方案，这些方案在一段时间内会支付很棒的收益，但实际上，因为这些收益仅仅是由更多投资者的资金流入所支付的，它们被证明是不可持续的阴谋。这些通常就是用波士顿的金融家查利斯·庞氏（Charles Ponzi）来命名的“庞氏骗局”，他通过这些途径凭空捏造出了一个特别有名的骗局。我们描述的过程近似于一个相应的庞氏阴谋。这样的阴谋最终总要破灭，而且它们必然总是这样，因为最终投资者认识到收益是不可持续的，并且在那个阶段他们卖出或者停止买入。同样的事情将会发生在这件事上，这就是为什么我们能完全自信地宣称，q 值必然下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注解：

9. 事实上的差异更多的是表面上的，而非实际中的。由于产品和服务仅仅是投入其生产的不同产品和服务组合而已。所以，一家靠生产什么东西而盈利的厂商事实上也在进行套利：它进行买入的“便宜”市场是生产投入的市场，而进行卖出的“昂贵”市场是厂商出售产品的市场。
10. 事后的买者数目当然必定等于卖者的数目。但是如果，在一个给定的价格下，买者的数目超过卖者的数目，价格必然上升。反过来思考，价格的上升必然暗示着净购买压力。我们将在第 28 章更详细地解决这一问题。
11. 我们将在第 18 章从投资者的视角再次转到这些问题。
12. 这种想法是：如果出现衰退，而且雇员的收入跟利润一起下降，跟不得不付给工人固定工资的情形相比，对于厂商来说就有更少的激励使工人下岗。
13. 我们将阻止转向这一问题的沉长论述的诱惑。然而，对于那些渴望知道更多的读者，在 1998 年 5 月 18 日那期的《福布斯》(Forbes)上面发表的一篇文章(“股票期权不是免费午餐”，作者 Gretchen Morgensen)概括了安德鲁·史密斯和同事丹尼尔·默里的工作，提到利润被高估了 20%之多。更多的细节见电子附录。
14. 这是税后的借钱成本，为了使其与也是税后的股票收益有可比性。3%到 3.5%的利息成本相当于大约税前的 5%到 6%。我们将在后面的章节中看到“安全的”利率目前在真实价值上是大约 4%；但是公司借款者不得不在这个利率之上支付一个风险报酬。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 17 章　与把股票作为长期投资有关的好消息

q 值能解释“购买－持有”策略的成功

以我们在前面两章提供的厄运和阴暗的观点，要是我们还有任何一点鼓舞人心的话要说，这可就显得令人吃惊。但是我们想我们有。真的，我们的信息中好消息的部分比坏消息更加持久。即使我们希望我们已说服了你，“购买－持有”策略并不是最好的投资策略，我们相信股票通常应当是长线投资者的主要投资目标。

在早些的章节里我们已经显示了，尽管有些时候有很颠簸的旅程，但平均来讲，“购买－持有”策略对于长线投资者而言工作得非常好。足够古怪的是，如果 q 值不起作用将不是这样的。q 值把股票市场拉回到其基本价值的事实意味着股市风险不大，否则的话，股票市场会有更大的风险。

我们将在本章展示“购买－持有”策略历史上的成功跟它自身的内在逻辑是不一致的。“购买－持有”策略的逻辑本应当只有在假设股票市场的长期收益的风险比它们实际上的风险大得多之际才能成立。然而，如果它们真的曾这般危险，这个策略将绝不会变得如此流行了。投资者将处于远比他们实际上承担的更大危险之中，而且只有那些能持股 30 年以上的人才能确保不输钱。“购买－持有”策略不能解释自己的成功。我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们将展示 q 理论可以。

……但是 q 投资者能比"购买 - 持有"策略的投资者作得更好

正是因为 q 值起作用，通常投资者购买股票才没那么危险。但还有一系列其他观点。

- 对于只能执行"购买 - 持有"策略的投资者来说，我们在第二部分看到股票不应当是他们惟一的，或者首要的投资，要是他们接近退休或者已经退休的话。
- 我们也知道在 q 值很高的时候，如 1998 年年底，持有股票实在是太危险了以致于成为一件不合情理的事，无论你的投资时间尺度是什么。
- 但确实理解并应用 q 理论的投资者能承受得起完全投资于股票，直到退休甚至更久一些，只要 q 值显示股票市场不是太过高估价了。

股票收益的两个值得一提的特征

过去关于股票市场的收益有两个值得一提的特征。第一个是股票的平均实际收益令人惊奇地稳定，刨除成本以前，股票平均实际收益在 6.75%左右。由于这一发现是沃顿（Wharton）的经济学家杰里米·西格尔的贡献，我们觉得以他的名字命名这一数字是他应得的。因此我们将称它为"西格尔常数"或者有时仅仅称为"s"。我们认为值得强调的是，由于在经济学中很少有常数，s 应得到比它过去得到的更多的注意力。第二个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得一提的特征是，虽然股票收益是有风险的，正像我们在本书中强调的，它们实际上在较长的时间范围内不是像它们被期待的那么危险。如果我们不知道长期的风险，却只有某些短期的资料，那么，我们假定的长期风险将比经验值所显示的风险更大。就是这个特征，跟第一个特征一样多地，帮助给出了适合于长线投资者的股票特点。

在本章，这两个特征我们都要研究一下。然而，我们首先关注的将是第二个。我们将看到，对于长期的股票市场投资者所经历的令人吃惊的低风险，q 值帮助提供了一种解释。确实，如果给出股票的短期特点，我们知道除了 q 理论，还没有替代性的理论，能提供一种令人满意的关于在股票上长期投资的相对低风险的解释。

当股票像 1998 年年底这样被过高估价的时候,这似乎并不是提醒投资者跟持有股票联系在一起的低风险的恰当时间。但是我们信息的核心是双重的。q 值高的时候,离开股票市场。但是一旦 q 值指示股票是正常价值,就回到股票市场。这当然就是投资者所做的——如果投资者跟随我们在第 14 章看到的交易原则的话。本章的信息是,当 20 世纪最大的泡沫破灭之后,尘埃落定之际,那就将是回到股票市场的时间。在那一时刻,知道 q 值指示着正常的价值将使投资者比没有 q 值提供向导时,更加安全地买入股票。由于那时投资者很可能经历了一次重大的失败,而且股票将因此可能成为一种极为不受欢迎的投资,评价风险的能力将远比今天多数人乐意相信的更有价值。

西格尔常数“s”：罕见的稳定性信号

到目前为止，我们限制我们自己只回顾到 20 世纪初，这

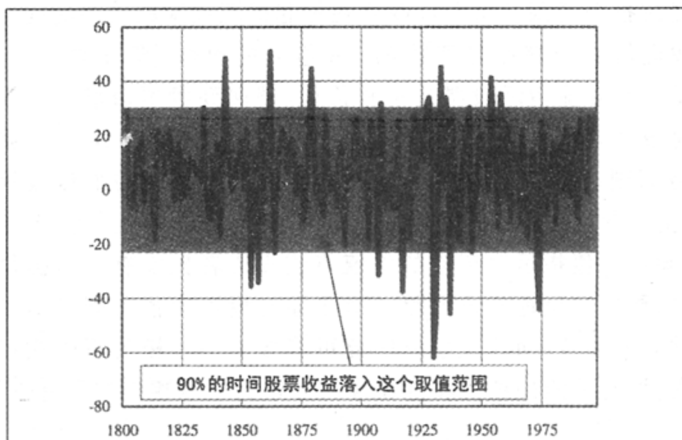
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是由于我们所掌握的有关 q 值的数据使我们不能再往回走了。然而，感谢西格尔教授，我们有了比那时大约再早 100 年的股票收益的数据，即从 1802 年开始。

图 17.1 像图 7.1 一样，再次考察了股票收益的波动性，但这个版本显示了自从 1802 年以来投资者每一年从股票中得到的实际收益。在波动这么剧烈的图中谈论稳定性，可能会显得很奇怪。跟从前一样，本图也显示一个取值范围，90%的时间股票收益落入其中。由于此范围是从 30%的正收益到 22%的负收益之间波动，本图又提醒了我们，短期收益是多么的变化无常。[15]

图 17.1

股票实际收益的波动性



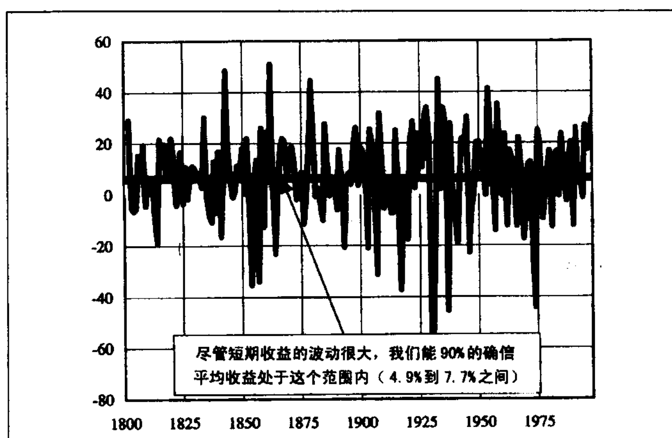
然而，虽然一年期的收益波动得很大，但随着时间的流逝，上升和下降将显露出来，因此我们能以相当高的准确性分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

辨出平均收益，尤其我们有几乎两个世纪的数据财富。图 17.2 又一次展示了收益，不过是关于平均收益的不确定性范围，它窄得多：我们能 90% 的确信，平均收益在 4.9% 到 7.7%之间的某处（我们对实际平均值的最佳估计是 6.75%）。[16]

图 17.2

股票实际收益的稳定性



我们称作西格尔常数或者 s 的正是这个平均收益，并且在前面的章节已证实了它是一个如此重要的基准点。即使在几乎两个世纪之后，我们不能确定地知道 s 的真实值实际上是什么，但是我们能知道它不会离我们 6.75%的最佳估计太远。

我们将显示 q 值能解释有关股票收益的一个问题，就是为什么收益朝着 s 回落的比预计的更快，但是 q 值无法解释 s 自身的稳定性。为什么 s 是或者显得是如此稳定这个问题，是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们拥有一个关于资本市场如何工作的完整解释之前，需要解决的一个重大挑战。我们希望我们能说，我们已经得到了一个这样的完整解释，但是我们还没有做到。我们自己的辩护词是，这是一个经济学界的其他人看来还没有提出来、更不要说解决的问题。

“购买－持有”策略和随机行走模型

有关较长时间内的股票收益的第二个难题，q 值却能解决。虽然一旦把 q 值考虑进去，难题就不再是难题了，但对于“购买－持有”策略来说，它却是非常重要的难题；它的确揭示了“购买－持有”策略的一个重大内在矛盾。就像我们将要展示的，对于随机行走模型——就是“有效市场假说”的一个流行的副产品——来说，它也表现为同样的难题。

可能不会马上就显而易见，但是“购买－持有”策略跟随机行走模型有很多共同点。[17]两者均拒绝 q 值能以任何有用的方式被用来评价市场的想法。

随机行走模型从有效市场的想法而来，在有效市场上，价格总反映所有可得的信息，而且其结果是：在有效市场上，价格在所有时间都等于价值。因此，它拒绝 q 值能指出市场是否被过高或过低估价了的想法。

“购买－持有”策略也拒绝用 q 值来评价市场的想法。买入并且持有股票暗示现在总是得到股票的好时候。如果不是这样的话，那么你将不会购买和持有；你将会买入并且有时持股，有时卖出。(我们已经说明这是 q 投资者策略的核心内容，不过我们不得不承认这个题目在销售上将不会帮太多的忙!)

随机行走模型主张在一个有效市场上，股票收益应当是随

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机的。如果它们不是这样的，而是可预测的，一个完全有效率的市场将挖掘出这样的预测来获得利润。[18]

“购买－持有”策略的逻辑也只有在收益是随机的时候才成立。如果收益有任何一点可预测性的话，这就会被用于指出不适于买股票的时间，因而损坏了策略的整个基础。

明白“购买－持有”策略和随机行走模型两者在逻辑上的紧密联系是非常有帮助的。随机行走模型最大的吸引力之一便是，它对于收益将会表现出来的方式作出了很清楚的预测，这些预测可以通过真实世界的数据来进行检验。因此，任何一种这样的检验隐含地也是对于“购买－持有”策略的逻辑进行一次检验。但是这两种想法不得不面对一个难题，即按照它们自己的逻辑，股票事实上是“太安全”的一种投资。[19]

难题：股票“太安全”了？

“购买－持有”策略的支持者不否认股票收益的短期波动；他们只宣称这些波动的影响被收益长期的平均化过程抵消掉了。这一假设在概率上有明显的基础。例如，图 17.1 显示任意一年的收益有 10% 的机会比 30% 还要好或者比负的 22% 还要差。如果收益是随机的，两年以上的平均收益在那个范围的机会将仅是 1%。这仅仅是因为 10 个机会中选中一个的机会连着两年自己重复，得到的就是 1%（即 10×10）[20]。结果是随着时间的延长，投资者的风险将减少，即使收益是随机的。

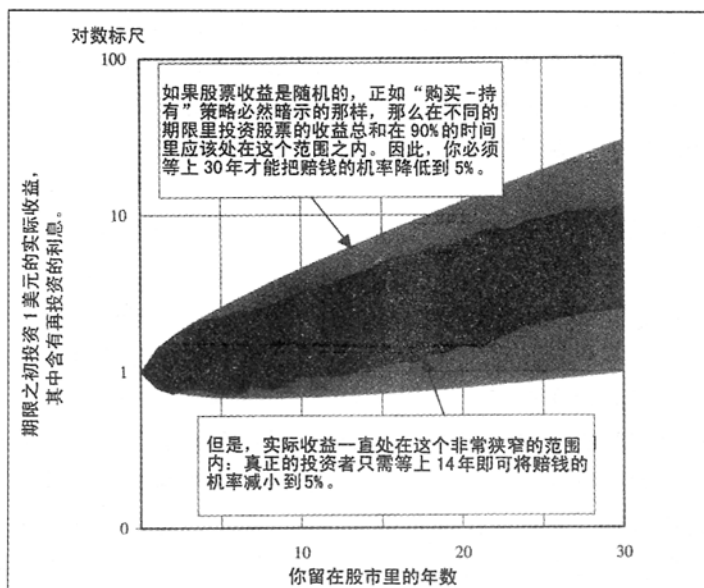
然而实践中，如果收益是随机的，那么本应出现的风险减少将不会发生得如此迅速，以致于不能证明“购买－持有”策略的合理性。不是因为它不会发生，而是因为它不能足够快地发生。图 17.3 说明了为什么是这样的。它显示了在真实世界

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中，投资于股票与“购买－持有”策略必然暗示的收益是随机时投资于股票，两者在风险上的差异。我们不看平均收益，而观察投资者将得到的整个总收益的波动性。通过这种方式观察事情有助于显露出差异的规模，因为收益上的小差异在20年或更长的时间之后却代表着相当大一笔钱。

图 17.3

“购买－持有”策略比其自身逻辑所预测的还要安全



对于那些在过去两个世纪里每年投资1美元的投资者来说，图17.3内部的阴影带显示了他们所能获取的实际收益的范围取决于他们选择持有投资多长时间。图中显示，在90%的时间里，投资者的总收益将会处在这个范围内；只有在5%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的时间里投资者会最终得到更高的总收益，同样，只有在 5% 的时间里他们有可能得到更低的总收益。如果结束时总收益少于 1 美元，意味着投资者实际上赔了钱：本图显示在 14 年的期限内，这种事只在 5% 的时间里发生。因此，投资者如果能等得这么久，那么在 95% 的时间里，他们可能至少能得到某种正的收益。（我们在第 11 章看到，在 20 年的期限里，实际情形始终如此。）

图中，外面的阴影带显示了“购买－持有”策略的逻辑如果站得住脚，那么将出现的波动范围。差异真的非常显著。如果收益完全是随机的，那么，为了在 95% 的时间里至少获得某些正的收益，投资者就需要等待 30 多年。[21]

这说明了与“购买－持有”策略有关的某些极端重要的事情。如果这一策略的逻辑是对的，那么股票的风险真是太大了，即使是对超长期的投资者来说，情形也是如此。因此，“购买－持有”策略的成功毁坏了它自己的逻辑。“购买－持有”策略不能解释它自己的成功。

有关 q 值的好消息

有关 q 值的好消息是，对于“购买－持有”策略的成功，它能提供一种解释，并且在解释的同时，能提供给 q 投资者一些更好的东西。

这种解释依赖于使股票市场跟它的基础价值保持联系的弹性。正像在前面一章概括的，当 q 值变得非常高或者非常低的时候，某些机理开始活动将其拉回原位。因为股票市场的基础价值，即公司部门的净财富，是相对稳定的，这意味着，无论股票市场在短期可能是多么变化无常的，它最终是跟某些远不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是不可预测性的东西连在一起的。就是这种稳定性以这样显而易见的方式减少了投资者在长期投资上的风险。

我们在电子附录中说明格外重要的两点统计证据：

- 这种调整过程确实发生了。
- 它能以一种非常吻合于图 17.3 的证据的方法来减少长期收益的不确定性。

这一证据的某些部分是必要的，而且是非常技术性的，这就是为什么我们把它放在电子附录的原因。但证据的一部分既是绝对关键的，而且也是非常直截了当的：q 值工作的机理必须意味着收益是近似于随机，但又并非完全随机的。它们必须是近似于随机的；否则的话，q 值的力量将是一台造币机。可它们也必须是非完全随机的；否则的话，股票就不应当像它们过去那样的安全。

真正的随机事件的一个重要特征是它毫无记忆。这是概率的一个特征，通常，人类的直觉发现难以领悟它。当你在玩一个完全凭机会的游戏时，过去是无关紧要的。假想你赌一枚硬币旋转的结果，每次正面朝上你赢 1 美元，而每次反面朝上你输 1 美元。如果正面刚刚连着 10 次朝上了，另一个正面的机会仍然是 50%。所以，你几乎可以与不得不把 10 美元输回去相等的概率来保持住你的 10 美元。然而，股票市场不以同样的方式运作。如果硬币恰巧在股票市场的曲线上旋转，那么你将更可能不得不把 10 美元输回去，而不是能继续保住那 10 美元。简而言之，要是你领先，你在这一轮的好运之后退出将是明智的。[22]在股票市场上，q 值仅仅告诉你何时该退出。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

q 值的力量就是知道该在何时退出的力量

我们看到了 q 值能用一种方法解释“购买－持有”策略的魅力，而“购买－持有”策略本身却做不到这一点。但是对于 q 投资者来说，q 理论的用处更大。虽然“购买－持有”策略比其自身逻辑所能预测的还要安全，正如我们已经看到的，对于那些不能投资足够长的时间以确保复利的力量能起作用的已经退休或者接近于退休的投资者来说，它还是太危险了。q 理论允许你在生命的后期继续持有股票，只要在它们变得被过高估价以致于你的财富处于风险中的时候，你卖出它们即可。我们在第 14 章已经阐明，以 q 值为基础的十分简单的策略同“购买－持有”策略相比，其收益率更高，但更为关键的是，这种收益安全得多。图 17.4 中，与图 17.3 是在同样的基础上，我们展示了 20 世纪 q 投资者与使用“购买－持有”策略的投资者相比，它本该获得的成果范围。[23]

图中显示，即使是 q 投资者也不能排除在中短期内赔钱的可能性。原因有二：首先，当股市得到公正估价时，它会下跌，而且已经下跌；第二，不可能总能防止真正的损失出现，即使持有现金也是如此。在过去的某些时期里，通货膨胀率一直高于名义上的利率。所以，有些时候，股票和其他投资选择的实际收益都是负数。但是，作为 q 投资者，你能获得两项关键的红利，从而限制了投资股票的风险。它限制了你的损失，也缩短了你回到正收益之前所需等候的时间。

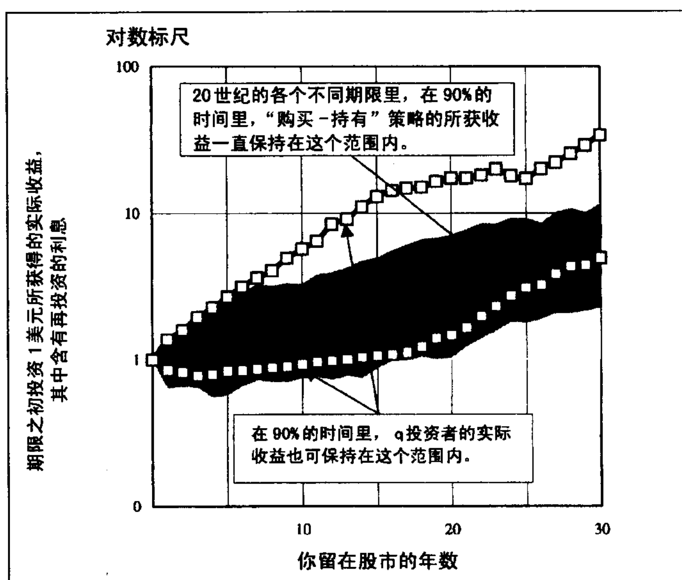
图 17.4 显示，q 还有重要的正面影响。因为 q 可以让你在股市变得过于旺盛时撤出，你可以从上扬的股市中得到巨大的收益，而不致于因随之而来的股市出现反向调整（即下跌）而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

遭受几乎同样巨大的损失。鉴于这个原因，充当 q 投资者给你带来的最大收益总比作为使用“购买－持有”策略的投资者所获得的最大收益要好得多。

图 17.4

……但是 q 投资者可以做得更好



作为 q 投资者，有一件事至关重要，那就是当股票价格变得十分昂贵时将其抛出。在使用 q 的过程中，最为困难的一件事就是，必须具有坚强的意志力才能做到这一点。在第五部分，我们将探讨这一问题，并一同探讨当时机到来，你撤出股市后该投资什么的问题。现在，你应该很清楚，新千年之初[24]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就是这些时机中的一个。

注解：

15. 为了表述的清晰性，我们再次用了收益以 10 为底的对数，再乘以 100，而不是常用的百分比收益，这样就解决了通常的百分比上升和下降的影响是不对称的这个问题。见第 7 章的注解 16。
16. 我们在电子附录中解释了我们是怎么导出这个区间的，而且用其他方法跟它进行比较。我们要指出这不是完全直截了当的操作，要是我们恰当地考虑收益上令人吃惊的缺乏风险的话，我们在本章迟一些就会讨论这点；但是在我们对真实平均收益的不确定范围的估计上，不同的方法没有造成多大的差异。
17. 两者之间的差异也揭示出了它们的来源。由经济学家发明的随机行走模型有清晰并且直截了当的内在逻辑；但是，正如我们将显示的（并且在我们之前许多其他人显示的），在面对数据的时候它并不太起作用。结果是，经济学家回过头去重新检验它们的逻辑。由股票经纪人发明的“购买－持有”策略，它的逻辑有很深的内部不一致性，但是足够奇怪的是，对于它原来被发明的目的来说，在平均的情况下，它或多或少地起作用。正像我们将要显示的，数据揭示了“购买－持有”策略在逻辑上的内在不一致性，但是，正如我们已经指出的，股票经纪人不为数据而忧心忡忡。
18. 对于这里用的随机行走模型来说，更加精确的说法，事实上应当是随机收益模型。随机收益将暗示积累的股票总收益将作一种随机行走，而不像早期版本的随机行走模型假设的股票价格作随机行走。但是，在应用于股票价格的随机行走模型和收益是随机的假设之间的对立在实际上并不很大的。在较少限制的随机收益理论下，既然收益的红利部分在短期是非常容易预测的，所以，股票价格必定抵消了不可预测性，这样总收益才是随机的。实际上，这将使股票价格非常接近于进行随机行走。
19. 我们应当再次强调，我们从没声称曾第一个指出了随机行走模型

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面对数据时的失败。它接近于但不是完全起作用的事实现在是被普遍接受的。实际上，两名卓越的金融经济学家罗闻全和阿尔奇·麦金利最近以《非随机行走的华尔街》（普林斯顿，普林斯顿大学出版社，1999 年版）为标题出版了一本论文集。

20. 这可以从跟概率有关的游戏的实际运作看出来。如果你以 1/10 的概率赌一匹马赢，并且事先承诺把你的胜利压在赌另一匹有 1/10 胜出的马赢上面，你赢得赌局总胜利的概率是 1/100。

21. 电子附录解释了这些钱是怎么得出的。此过程在技术上是复杂的，但是用了非常标准的统计假设。计算考虑了不确定的西格尔常数，即 s 的事实。在长的时间期限上，这造成了非常大的差异。

22. 用赌博来进行类比的惟一问题是，赌博并非一种理性活动，然而投资于股票市场却是理性活动。这样，即使对于一场完全随机的赌博，你在领先之时退出——假如你是回避风险，多数人看上去是这样的——也将是明智的。完全随机的赌博的不同之处在于，虽然仍有输掉你的 10 美元的危险，对于再扔 10 回硬币之后你将有多少钱，你总的估计仍然是 10 美元，然而如果赌博是像股票市场那样的运作，你总的估计将是更加接近于零的。

23. 除非我们不得不约束自己查看 20 世纪前 77 年的情况，因为这是最长的一段时期，在此期间，我们可以把二者作一个公正的比较。由于这个原因，“购买－持有”策略的收益范围与图 17.3 中所示的范围略有不同，不过相差不是太多。图 17.3 依据的是整整两个世纪的数据。我们所运用的以 q 为基础的战略是双临界值规则，这已在第 14 章作了描述。

24. 我们应该强调的是，与新千年联系到一起纯属巧合，绝不是因为我们被数目的神奇性所吸引。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五部分
熊市中求生存

我们在第三部分的最后一章里看到，使用q可以使股票投资变得安全得多，因为q可以提醒你何时撤出股市。我们也已经看到，新千年伊始，q就发出100年来最为明确的警示信号。据我们预测，一个规模庞大的熊市定将到来，它也许来得很快，也许来得很慢，但它终究会到来。

第五部分的两个章节提供了一些生存指导。“生存”一词十分恰当。在熊市中，重要的是守住财富，而不是设法增加财富。出于这个原因，这两章所要传达的主要信息相同，即撤离股市。

在第18章中，我们将对有用的选择方案进行认真考查。安全投资不会带来丰硕的长期回报；只有冒险，资产可以带来巨额利润。幸运的是，熊市是暂时现象，因此，你不必长期持有安全资产。然而，有一点很重要，在熊市期间，你必须选择最佳投资方案。为此，我们来对主要的可选择方案进行一下正反两方面的评估。

在第19章中，我们将把注意力转向你该如何安排你的资金，我们会着重讲述那些看似只会升值不会贬值的股票投资。正如你可能预料的，我们会让你知道，持有安全资产就会使你始终处于有利地位。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 18 章　如何安排你的资金

抛出股票，还是买进股票？

我们中有一个人最近刚与麻省理工学院的保罗·克鲁格曼（Paul Krugman）共同出席过一场会议，并与之同台回答听众提出的问题。有几位听众问克鲁格曼教授，他是否觉得今后几年中亚洲股市会比美国股市更为看好。克鲁格曼直截了当地答道：按照目前的股市价格，将罐装货物储存在地下室里，其回报率会比美国股市高。

我们假设，克鲁格曼教授的这番话并不是叫投资者最好买下一幢带有大地下室的房子，然后再开着大卡车去沃尔马特拚命购物。他这番话的严肃含义与我们基本一致：人们对 20 世纪末的美国股市估价过高，实际上，你简直想不出你应持有什么资产会比投资美国股市更糟的。

因此，这一章所要传达的关键信息是：抛出股票。到目前为止，对于你的资金，你能做的最重要的一件事是撤离股市。然后该做什么，这是摆在第二位的问题。我们认为你会做得比罐装货物更好。但是事实上，罐装货物这一赌注要比美国股市好得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

撤出股市的两个问题

撤出股市听起来简明易懂，但操作起来并非如此。抛售股票面临两大问题，这使得它说起来容易做起来难。一个问题基本上来自心理方面；另一个来自操作方面。但这两大问题投资者都得面对。心理问题是吉乌斯特先生和吉乌斯特夫人必须面对的，即不可能知道抛售股票的最佳时间。操作问题是，当你发现股市升值时，你同时也将面对税单骤然增多这一事实。

因为没人知道股市何时会升至顶峰，所以抛售股票的决定必须以基本的价值考虑为依据，而且从短期来看，它似乎永远是一种冒险。正如我们在上一章所看到的，如果投资者在股市升值时抛出手中股票，那么他们很可能会发现等待观望一阵收益会更好。另一方面，一旦股市下跌，他们想抛出股票，他们又会时不时这样提醒自己：如果当初能当机立断就好了。

正如我们在第二章所看到的，在过去出现的重大熊市中，股票价格暴跌到不足原先的一半；有许多单个的股票表现一直很糟，包括不少公司的股票，它们已经破产了。这意味着一旦股市开始走低——比方说一开始下跌了20%——那么，紧接着它还会再下跌40%，抑或更多。这时抛出股票仍然划算，但投资者总是不肯认输。只要股票在手，就还有一线希望：只要你不肯认输，不抛出股票，那么损失就“只停留在纸上”。

事实是，纸上的损失就是真真切切的损失。实际上，在现代世界中，任何财富如果确实不只是以电脑方式来记录，那么都会以票据形式出现。但是，电脑硬盘记录储存的财富数目不论是以喷墨打印机打出还是用激光打印机打出，它传达的意思是相同的：数目越小，你真正的支出能力就越低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

完全撇开这些心理问题不谈，你还会面对经济方面的难题。如果你在股票价格仍然很高时售出股票，那么你得支付资本收益税。

当然，有一些办法可以使你支付的税额降低，你必须从自身具体的角度去认真考虑。这是一本关于股市投资策略的书；而不是一本教你如何少付税款的手册（这样的手册已有很多)。我们希望强调的是，一旦你决定买进或是卖出，你就得考虑付税这一后果。对于付税的考虑往往促使投资者作出错误的决定，这是因为股票下跌时最便宜，通常说来，这时付税方面的考虑不会阻碍投资者作出卖出决定；而税务阻力最大时，股票价格往往最高。

让你和政府共同分享你投资股市所得的收益，这也许很难。事实上，征收资本收益税是政府有失考虑、不太公正、有争议的做法之一。为什么说这样的税应该废除？我们可以从政策方面列出充分的理由。[1] 但是值得牢记的是，作为一名投资者，只有当你真地有一些收益需与政府分享时，你才会面对上述这个问题。毕竟，投资股市的目的是为了获得最大限度的收益，因此，不可避免地意味着你需支付的税额也将最高——尽管随后会计师和税务顾问会教你如何将税额降到最低。

不过，如果你能长久等待，那么你也许能将你资本收益中政府应该分得的那一份减到零，因为零乘以零等于零。但是，除非你真有收益需与政府分享，否则长期等待不可能给你带来一丝安慰。有所得总比一无所得要好。

买进和卖出，不买进和守住手中股票

也许鼓足勇气作出卖出决定实非易事，因为那意味着你得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

支付税金。这时，有必要提醒你自己当初持有股票到底为的是什么。真正的投资者购买股票为的不是持有它们；他们买进为的就是卖出。

关键的一点是，股票不能永远放在自己手里，只有最最利他的人才会储存股票，纯粹为了他们的子孙后代或是他们所钟爱的慈善事业而投资。如今，这一点比以往还要千真万确，因为股息收益非常之低。仅仅为获取股息收益而持有一定量的股票也许曾经是个不错的战略，但是今天，这已变得毫无意义。举个例子，投资者如果储存股票而不是持有存款，其收益会比银行储蓄低 70%。你从股市得到的所有收益几乎都来自于资本收益，而且你肯定会发现，这些收益只有通过卖出股票才能获得。

因此，是买进还是固守？完全看你对市场秘诀了解得怎么样。因为购买股票为的就是卖出，适时卖出十分关键，这就是充当 q 投资者的真谛。正如我们已经指出的，人类已经经历过几次持续 20 年以及许多次持续 10 年的熊市。在今后 10 年中，你可能会随时需要用钱，那么，也许现在你就该把股票抛出，而不是观望等待，这样你很可能会得到较好的收益。

抛出股票的有利时机和不利时机

尽管投资者在走出增值股市时，所面临的问题似乎是总也找不到抛出股票的有利时机，事实绝非如此。在第 11 章里，我们已经明确地看到，购买股票的时机有非常明显的好坏之分。这个道理同样适用于抛售股票。事实上，就像我们在上一章里所看到的，何时抛售股票？这个决定对于 q 投资者来说至关重要。现在可能看起来不像是卖出股票的有利时机，但是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你决定等待，那么你也许会发现你最终卖出的时机比现在还要差得多。

这不仅仅是因为我们在第 15 章里所概述的那个原因，即在今后 10 年里的任何一天，股票的真实价格都非常有可能比现在还低；也不只是因为我们在第 2 章里所指出的：过去 10 年里我们所获得的高回报率意味着 20 世纪末几乎肯定是这个世纪抛售股票的最佳时机；而且也是因为许多投资者面临着一个巨大的风险，即他们最需要钱的时候很可能不只是不宜抛售股票，而是最最不宜抛售股票的时候。

我们已经提到过与股市疲软如影相随的经济困境。我们将在第 31 章中详细阐述这些问题，但是，在我们分析购买股票的最佳 10 年和最差 10 年时，我们已经对一个非常重要的方面进行过考查。股市下滑几乎总与经济极度衰退有关。这些时候也恰恰是许多人感到急需现金的时候。随着商业紧缩，最最倒霉的人可能发现自己失业。即使是那些保住了工作的人也有可能发现自己资金周转失灵，因为这时已不再有加班费和奖金。小型企业可能会陷入财政困境，并发现银行不再愿意给它们贷款。所有这些可能会迫使许多人抛售手中股票，尽管心里很不情愿，但也得勉为其难。

股票很少会从过度升值转为价格适中。通常情况下，它们总是从非常昂贵变为非常廉价。在第 15 章里，我们已经看到，这些时候是购买股票的最佳时机，因为现在最最低迷的股市为将来获取高额回报（升值）提供了可能。但是，几乎可以肯定的是，购买股票的有利时机往往是卖出股票的不利时机。[2]

即使你很幸运，没有被迫在最最不利的时候出售股票，但在随后的 10 年中坐看损失越来越大也会令你相当心痛，既然股票收益很差，你也就无法从股息收入上获得补偿。即使股市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌50%，从下跌之日起，按照你亦已大打折扣的财富（指股票）来计算，你的收益（指卖出投票所得收益）也会比银行存款利息低得多。因此，把钱存到银行里反而会带来巨大利润，而且避免了看到自己的财富减为一半所产生的痛苦。

在目前状况下，股票不仅昂贵，而且比以往任何时候都要昂贵，除了卖出实在看不出有其他的选择。从今后许多、许多年来看，股票只会成为一种不良投资。当然，一旦q值显示股市再次回升到正常价格，你就该重新考虑投资股市。但是，在股市初次下跌到当前水平的一半或一半以下之前，这种事是不可能发生的。

我们建议你干脆撤出股市，这听起来也许有些刺耳，因为今后几年中有些股票的确会上扬。但是，这种看似可能的安慰纯属虚幻。我们在第10章中已经看到，对于有规律的投资者来说，股价回升远没有整个股市行情来得重要，在熊市中情形更是如此。如果你回过头去看一下图10.1，你就会发现，1973年股价飙升到峰值之后四年，在我们所调查的10种股票中，没有一种真正盈利；又过了整整10年，仍有一半的股票处于亏损状态。当然，可能会有几种股票比较幸运，能够奋力游过下一个熊市的浪尖，获得一定的收益，但是过去的经验提醒我们，幸运儿只是少数。不用说，现在要想预测自己将属于哪一类，这更不可能。

不买股票，那么该买什么呢？

如果你将股票抛出，那么又该买进什么呢？我们已经指出，这一问题必定没有抛售股票的决定来得重要。我们在前几章中已经了解到，在正常条件下，长线投资者在大部分时间里

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都该持有股票，以便获取良好的长期收益。[3] 不过，每当股票像眼前这样前景暗淡时，你首当其冲的任务是保住而不是扩大以往你在牛市里挣得的为数不少的收益。但是，撤出股市意味着转向风险较小的资产，这种资产所能带来的长期收益也必然较低。

然而，一旦你售出股票，你就该大体考虑一下摆在你面前的各种选择。尽管收益不一定会非常好，但总归要比保罗·克鲁格曼建议的购买罐装食物强。如果你想保住既有财富，并且挣得一定的收益，那么，你面前真的有两种选择。你可以持有可供选择的金融资产，诸如债券或银行存款；你也可以投资不动产，对大多数人来说，不动产实际上就是房地产。

债券或银行存款？

如果你选择债券或银行存款，那么在随后的几年里，你会获得相对安全但相对较低的收益，原因很简单，你总得在风险与收益之间作出抉择。从图 18.1 中可以看出，持有债券或现金的投资者自 1926 年以来境遇如何。[4]

这张图提供的是一种信息，但有必要对其进行仔细的诠释。其最明显的特征是，通常情况下，存款的收益要比政府债券低，就像现在这样，而存款和政府债券的收益又都比不上公司债券。当然，由于这些至少都是效益尚可的金融市场，因此你会得到回报。较低的回报反映了较低的风险。这些风险包括两种，对于已经抛出股票和正在寻找相对安全的天空的投资者而言，它们可能都很重要。它们分别是：

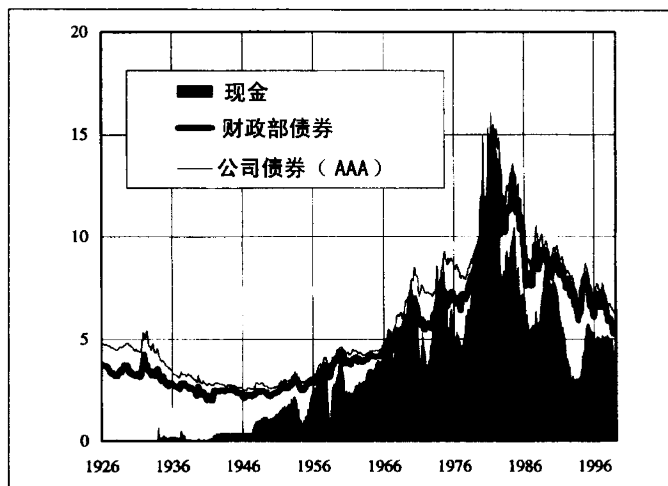
- **易变风险**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

● **拖欠风险**

图 18.1

1926 年以来债券和现金所带来的收益



债券与股票一样都存在易变风险，但是前者的风险要小一些。与股票相同，债券收益部分来自于收入，部分来自于资本收益或资本亏损。但是，债券收益的风险性要低得多。原因有二：一是收入因素要比资本价值变化因素重要许多；二是债券到期时通常可按面值偿还，这样当债券到期得到偿付时，投资者即可提前知道他们将会得到多少收益。

图 18.1 显示，尽管债券收益率[5]多少要比短期利率低一些，但通常情况下它随着短期利率而上下浮动。但是，由于债券息票始终以美元来支付，因此，只能通过债券价格的变动来区分收益和增益。债券期限越长，价格变动的可能性越大。因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此，期限较长的债券，即众所周知的长期债券，比短期债券更为反复无常。故而，它们的增益可能更高，但是，它们的风险性当然也会更大。债券收益的易变性肯定要比股票的易变性小，但是不管怎样，它也相当重要。

像往常一样，要想在债券和现金之间作出抉择，你就必须掂量风险和收益的优点。你必须考虑的非常重要的一点是，上面提到的那种投资方式是否存在风险，当流动资金出现危机时，你也许有必要将你的部分财富变换成现金。当然还有一点，那就是某些时候，你必须备好资金以便进行股票投资。就像你无法预测股票何时飙升到顶点一样，你同样不可能预测它们何时跌到谷底。因此，暂时撤出股市的投资者必须记住他们不是长期债券投资者。由此可见，对于撤出股市的投资者来说，其金钱的自然归宿就是现金，因为这给他们提供了随时返回股市的灵活性。

当然，在通货膨胀期间，债券和现金的真正价值往往无法确定。然而，这些日子，就连这种不确定性也可以避免，具体做法是：对按指数偿付本息的债券进行投资，这能确保债券息票和资本都能随着消费价格指数一同增值。我们马上就要回到通货膨胀这个非常重要的问题上来。

为了对短期易变性作出补偿，投资债券所得收益明显高于现金储蓄，而现金储蓄不会面临这样的风险。事实上，你把政府债券与同样不存在拖欠风险的短期现金票据比较一下就会发现，二者的回报之所以不同，惟一的原因就在于此。但在许多情况下，影响收益的因素还有一个，那就是收益中包含了对拖欠风险的有效补偿。

图 18.1 说明：即使是 AAA 级公司债券，在历史上，其每年所获得的收益也总是比政府债券高出 0.75%。当然，只有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非常大型、非常安全的公司发行的债券才有望被评为 AAA 级。收益的差别显然与已经察觉到的风险程度密切相关。因此，BAA 级债券每年的收益要比 AAA 级债券高出 1%左右，而且收益会稳步上升直至最高点。在比较透明的公司债券市场上，通常你的付出会给你带来回报，回报越高，附加的风险越大。[6]

当你寻找其他投资场所时，你必须牢记一点，银行也会破产，尤其是在发生重大的股市崩盘之后，它们破产的可能性很大。如果你把钱存入属于联邦储蓄保险系统的银行，那么每笔存款的保险额可高达 10 万美元；所以只要你保持在这个限度之内，即使银行真的破产，你也只会遭受很小的一点不便。但是，对于明显不带任何附加条件、利率却很高的银行或是货币市场存款项目，你得格外当心。反过来，风险和回报法则也会十分灵验。如果一个金融机构给予的回报很高，那么至少有一种假设可能成立，那就是这是一个风险较大的投资场所。因此请仔细阅读相关小册子。

预测多大（或多小）的回报

通过图 18.1 所反映的信息，我们可以对存款和债券做个比较。由于它忽视了通货膨胀的因素，因此从中无法看出真正的利润情况。图 18.2 就此作了调整，它展示了同一时期政府债券和银行存款的实际收益。

在前面的章节中，我们已经指出，从总体来看，20 世纪，无论是债券还是存款，情形都不太好。从图 18.2 中，我们可以清楚地看出，这种不良表现在很大程度上应归因于二战后的几十年，当时，有名无实的利率几乎与通货膨胀保持同步，因而真正的收益接近于零，在一些时期里，甚至远远低于零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该图还清楚地显示出，到了 20 世纪末，债券和银行存款所提供的实际收益与战后大部分时期所提供的实际收益相比真是相当可观。因此，从这一点来看，对于那些站在边缘的人们来说，几乎可以肯定，20 世纪 90 年代泡沫经济的余波比 70 年代出现的重大熊市要好得多。当时，无论是债券还是现金都比股票要好，但行情也不是十分令人满意。此间还曾有一断时间出现真正的负收益，损失钱财自然无法避免。对于手中持有现金储蓄的投资者来说，惟一的、也是非常重要的一个安慰是，尽管从实际意义上讲他们正在遭受金钱损失，但是损失程度肯定要比那些持有股票的人小得多。

这一次情形肯定不会那么糟，原因有二：

原因之一是，即使未来几年通货膨胀重新抬头，但现在已有相当多的证据表明，像大多数的中央银行一样，联邦储备委员会似乎已经吸取了 20 世纪 70 年代的教训。当时，面对通胀的车轮，他们大多不管不问，一味沉睡。他们忘记了当通货膨胀率上涨时，防止通货膨胀恶化的途径不只是抬高利率，而且还要把利率抬高到超过通货膨胀上涨的程度，这一点至关重要。关键是要确保真正的利率和名义上的利率都要上升。结果，这一政策给整个经济带来福音，它使通货膨胀更趋稳定。我们希望中央银行已经很好地吸取了这一教训。如果他们吸取了教训，那么对于持有债券或现金储蓄的投资者来说，这一定是个好消息。

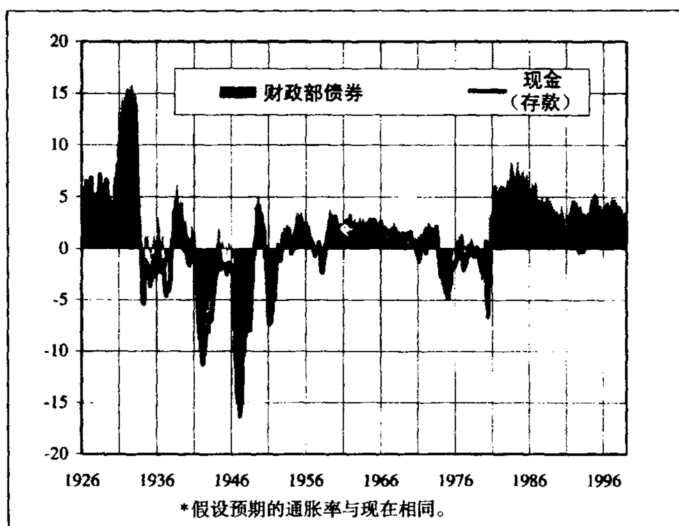
主要的例证是 20 世纪 70 年代德国的遭遇。袭击美国油价的震荡后来也以同样的方式袭击了德国，但是德国的通货膨胀与美国的通货膨胀不同，它甚至从未上升到两位数。原因在于，通货膨胀一上涨，联邦银行就大幅度提高利率。提高利率对德国经济大有裨益；而对德国储户也很有好处，因为对于他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们来说，真正的利率从未出现过负数。

图 18.2

1926 年以来债券和现金（存款）的实际收益*



*假设预期的通胀率与现在相同。

由于欧洲中央银行取代了联邦银行在欧洲的中心地位，因此联邦银行如今已成为原来那个自己的幽灵，但它仍然是个范例。在过去几十年里，联邦储备委员会像世界各国的中央银行一样，不断地按照德国联邦银行惯用的方式对通货膨胀作出反应。结果，真正利率几乎无一例外地都是正数。只有当通货膨胀很低而不是很高时，真正利率才趋向于零。

事实上，情形有可能是这样，即目前存在的一个重大危险不是通货膨胀，而是不断下跌的价格。几乎可以断定，这对经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济是个坏消息，但是站在股市边缘上的经历也许并不十分令人痛苦的第二个原因就在于此。如果价格通胀转为价格紧缩，那么情形可能更像 20 世纪 30 年代而不是 70 年代的经历。对于大多数美国人来讲，20 世纪 30 年代是非常可怕的 10 年，但是并非所有的美国人都这样看。那些持有政府债券或是在没有破产的银行里存有现金储蓄的人们运营状况相当不错。正如图 18.1 所示，即使在短期利率降为零时，这群投资者也依然怡然自得，因为随着价格的下跌，即使是名义上的零利率也是实际意义上的正利率。

图 18.3

20 世纪 30 年代熊市出现时的实际收益……

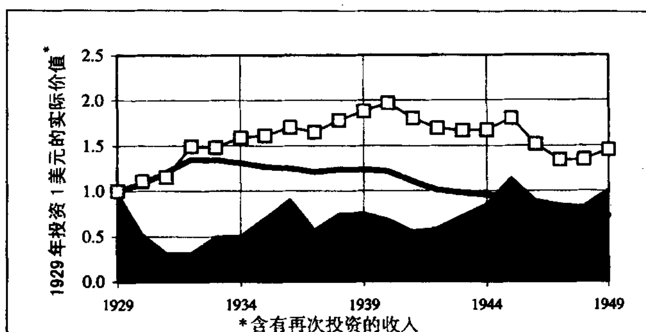


图 18.3 和图 18.4 显示出两个熊市之间的悬殊差别。从这两个图表中均可以看出，当股市攀升到顶峰时，对股市、现金储蓄或是债券投资 1 美元，其实际价值将会发生怎样的变化(1929 年见图 18.3，1968 年见图 18.4)。

这两个时期说明，股市收益要 20 年才能赶上现金储蓄所带来的收益。但是，这两个时期的情形又有很大分别。在通胀

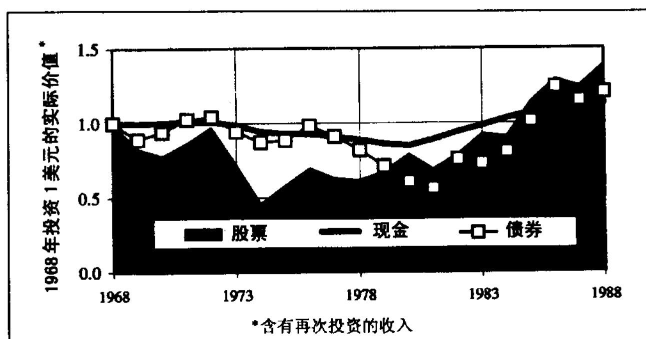
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

盛行的20世纪70年代，投资现金储蓄或债券的投资者几乎无法维持他们财富的实际价值，事实上，到70年代末时，他们的财富已经贬值。在通货紧缩的20世纪30年代，他们却可以兴旺发达。在经济危机的整个过程中，债券投资者的财富的实际价值增长了一倍。

由于下一场经济危机存在着严重的通货紧缩的危险，因此今后出现的熊市也许更像20世纪30年代，而不是70年代。当然，对此谁也不敢肯定。也许通胀率既不会上涨，也不会大幅降低，只是维持在可控范围内而已。面对如此情形，联邦储备委员会很可能会压低短期利率，使之接近于零，就像日本中央银行在最近几年所做的那样。如果通货膨胀也为零，那么你的银行存款也不会面临亏本的危险，但也不会增值。如果你对这后一种可能心存忧虑，并且不想靠投资来赚钱，那么按照目前收益率锁定债券也许会比较好。

图 18.4

20世纪70年代熊市出现时的实际收益……



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实际资产

对于那些准备以长远眼光重新评估他们的有价证券的投资者来说，q 提供了一个不同的视角。目前 q 值很高这一事实意味着相对于公司所拥有的基础资产，股价正处于荒谬的水平。从其他角度审视这一点，它意味着这些有形资产相对来讲至少要比股市便宜。

不幸的是，大多数的个人投资者无法通过购买大公司使用的这种资本资产从而达到套利的目的。但他们可以选择以房地产或是房地产投资信托的方式（$REUT_s$）将较大一部分财富投入到房地产上。

这种选择的不利一面在于，当股市下跌时，它们会带动其他资产的价格，包括房地产的价格，与其一道下滑。不久以前，这一现象在日本显得尤为突出，过去 10 年里，日本地价和股价相继下挫。在美国，任何调整都不可能像日本那么剧烈，因为在美国大部分地区，房地产价格几乎都没有达到东京泡沫高峰期时日本出现的恶性膨胀的荒唐地步。尽管如此，但是也不能忽视房地产投资可能面临的损失。

这里的寓意十分简单。如果目前你正犹豫不决，不知该买大型房产还是小型房产，那么依靠股市投资来赚钱将能确保你购买大型房产，这也许像是个不错的主意。但是，一定要购买你真准备住的房屋。正如我们已经指出的那样，任何一个明智的投资者持有股票都不会只为了收入，但房地产与股票不同，它能带来实质性收益。也许你投资的资本收益没有给你带来金钱上的回报，但你依然可以从房屋提供的服务中得到一种非常真实的“收入”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用你的钱可以干的最后一件事

对于如何处置你的钱，我们还有一个建议，它直接来自于任何一本经济学教科书。正如我们已经指出的那样，进行任何投资，其最终目的都是为了卖出，然后再花掉所得的收入。今天的低回报意味着你把钱留着明天再花回报会更低。事实上，如果你真的不走运，而且现金储蓄的实际收益甚至出现了负数，那么储蓄给你带来的将是惩罚而不是奖赏。

经济学教科书建议，当储蓄得不到很好的回报时，自然的反应是少储蓄，多花费。毕竟，那是你这些年储蓄的目的。作为额外的刺激，那些有钱可花的人将会得到非常优厚的成交条件，因为经济很可能已经触礁。你甚至有可能是在帮经济的忙。

注解：

1. 理由之一就是我们刚才描述过的那个过程。征收资本收益税会使股市泡沫变本加厉，因为在股市泡沫中，股票卖价会变得异常昂贵。这反过来会给经济带来非常不利的影响。过去，每当股市泡沫出现之后（在第 31 章中，我们将重点阐述这一问题），经济总是受到重创。
2. 就在许多投资者想把股票变成现金时，股市趋于走低，这不是巧合。应该不难看出，这反过来又会促使股价下滑。我们在第 30 章中指出，在东京股市崩溃之后，日本投资者纷纷从股票转向流动资本，这使得股市进一步下跌。
3. 能比股票带来更长期收益当然风险也更大的其他资产，如房地产，通常需要房地产投资者比股票投资者具备更高层次的专业技能。
4. 正如以前一样，我们依据的是财政部票据上所记录的收益额。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5. 粗略来讲，这就是你所得到的以美元计算的利率或“股息率”，也就是债券美元价格的百分比。
6. 虽然我们把这叫作“拖欠风险”，但是公司债券超出政府债券的奖赏有很大一部分可能也反映了清偿风险，因为对于既定的公司债券，其贸易额要比相对成熟的政府债券低得多。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 19 章　有钱时切勿做的事情

不要买股票

在上一章开头之处，我们说当务之急是出售股票。然而，有了钱你应当如何去做，这个问题是次要问题。虽然有重复之嫌，我们在本章开始时还是要发出一个同样简单的忠告：不要将钱投向股票。

这个忠告看来似乎别无二致，其实就是没有什么两样。这是一个如此重要的忠告，所以我们才不厌其烦地重复它。但是这个忠告还包含着新的、更加微妙的内容。不要为了再将钱投入股票才从股票市场中抽回资金。我们以为这么做要比想像的容易。然而，要说明为什么，我们必须要不时涉及投资领域，与我们迄今为止谈论的内容相比，这一领域技术性略强。然而，我们尽量保持讨论的简洁性。而在此之前，我们需要发出一条非常重要的忠告。

不要轻信专业人士

相信自己的判断。在是否持有股票的问题上，轻信股票经纪人和投资经理的建议是不明智的。应当强调的是，在投资领域，我们并不认为这种建议对人们存有恶意。我们只是指出他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们有着巨大的利害关系，他们难以完全站在客户的利益上行事。的确，若没有这种严重的利害关系，股票市场就不会发展成如今这个样子，因为大部分基金管理机构早就将手头的基金移出股票市场了。

基金管理机构和他们的客户之间存在着利害关系。正如我们在本书前面所指出的那样，在当今市场价值被高估的情况下，市场明年回落大约有2/3的可能性，在今后5至10年间回落的可能性就更大。本书的主旨在于指出任何明智的投资者都会权衡利弊，将资金移出股票市场。倘若投资管理机构完全为了客户的利益着想的话，他们也应当这样做。

然而，从基金管理机构的角度来看，情形会显得截然不同。股票市场过高地估计了他们的业务价值。高估的业务价值反映在他们所管理的资金量上，而不是投入业务的资本量。信誉是基金管理机构的要素。任何一个基金管理机构若降低这种信誉，必将会很快失业。

因此，对于基金管理者来说，失去信誉要冒太高的风险。如果他们卖出股票后，股市行情上涨，他们的业绩看来就会不佳，因为其他基金管理者比他们略胜一筹。投资者不会再将钱交给他们管理，他们很可能会失业。请牢记，若股票市场在未来12个月内下降的可能性大约占2/3的话，这就意味着继续上涨的可能性占1/3。如此高的风险对于大多数基金管理者来说是难以承受的。另一方面，如果他们继续持股并且股市又下跌的话，他们的业绩只不过是与其他竞争对手一样糟糕。所以，他们继续持股违背了客户的最佳利益。

股票市场被过高估价并不是秘密。基金管理者之所以不卖掉股票，其原因并不是他们认为市场价值估价合理，而是因为他们不敢冒这么大的风险。若把这归咎于谁的话，这不能算是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们的错，[7] 而应当是广大投资者的不是，因为他们在过于短暂的时间内就给基金管理者的表现下定论。这种广大投资者的所作所为意味着明智的个体投资者不愿意将关键的投资决定权交给基金管理者。基金管理者无法替投资者行使是否继续持有股票的决定权。他们的利益与投资者的利益存在着根本的冲突。投资者应当认清这一点。

当然，许多人，尤其是股票经纪人，矢口否认股票投资费用高昂。股票经纪人赚取的是股票销售费用，而不是客观的咨询费用。结果，人们得到他们应得的部分。股票市场在下跌时显得没有油水可赚。即使有的经纪人预测熊市来临时生意红火，可是，并没有什么生意可做。谁也无法准确把握市场时机，谁也无法预测牛市比熊市的生意红火。经纪人很少做空头。然而，股票经纪人至少有时是做空头，这一现象的确令人振奋。我们会认为这是他们可信度的真实反映。

由于这些利害关系，股票经纪人和基金管理者的建议总是倾向于反对人们退出股票市场。是否继续持有股票，最终决定还是要靠你来做。欲做出正确决定，就必须掌握良好的信息，这也正是本书的宗旨所在。

当然，你还必然接触过其他论点，这些论点基本上是说股票市场多么诱人。你若听说过此种论点，我们建议你首先问自己两个关键问题：

- 持空头观点的人们是如何处理本书中提出的情况？最为常见的步骤是对我们提出的论点置之不理。
- 你是否真正指望人们能够以毫无偏见的方式提出建议？如果他们动机不纯，他们的论点也就很值得怀疑了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所以，我们传达的重要信息是：你必须依靠自己的判断力。在市场开始暴跌之前，大多数投资者显然并不这么做。这对于消息灵通的投资者来说却是好消息。通常，投资者显然不可能同时出售股票，因为没有买家去购买他们出售的股票。只有为数不多的幸运儿和深思熟虑人士，经过独立思考，在熊市大潮来临前脱手。他们应当感到庆幸，因为有的人根本毫无抛出手中股票的意思。

要找到能够给你提供及时准确建议的人很难。因此，如果你最终决定脱离股票的话，本章的其余部分专门就什么事情不应当做给出几点忠告。

股票无风险吗？

这里讲一个短小的道德故事，虽然看来有点离题，但并非如此。

早在20世纪80年代初期，正当牛市开始积蓄力量时，云集聪明人士的金融界想出一种新奇的主意。投资者只要握紧手中的股票，就不会有任何赔本风险。这种主意是通过自动买卖方案，养老金基金证券实际上变成单向赌注。“证券保险”就由此诞生了。

证券保险反映出这么一种罕见而有趣的组合现象：这既是一个聪明透顶的主意，也是一个愚蠢至极的想法。人们一致认为证券保险的消亡日是在1987年10月19日。那时，当大量计算机下令抛出股票时遇到了上述小故障：人们很难同时抛出股票。必须有人买才行。若没有人或者几乎没有人愿意购买股票，股市就会暴跌，所发生的情形就是这样。

支持证券保险的计算机程序对此也毫无防备。证券保险的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根本缺陷在于价格必须是“连续的”，这样证券保险才能发挥作用。证券保险的正常运作方法就是这样的。基金管理者设定能够接受的最大损失（比如 10%）。若股市下跌，计算机程序应当将这种证券平衡成现金，随着证券损失越来越接近想像中的最大损失数额时，平衡成现金的程度逐渐加深。

这样，证券保险程序当然将股票抛入正在下跌的股市。这种反应是否会加剧下跌幅度仍然是经济学家们激烈争论的话题。但是可以肯定的是计算机程序没有发挥应有的作用。股市下跌速度太快，甚至自动交易都跟不上它的速度。这一奇妙的想法就这样悲惨地破灭了。如今，“证券”和“保险”这两个字眼在华尔街再也没有人以同样的口吻提及过。

我们为什么讲这个故事？原因是，人们普遍认为证券保险已经不复存在了，其实还仍然存在，存在于期权市场中。有迹象表明，有人通过期权市场向普通投资者兜售证券保险。随着过高估价现象的增加，你可能遇到越来越多的此类兜售方式。

通过期权市场的证券保险？

从个体投资者的角度看，通过期权市场购买证券保险的确比自动买卖方案具有某些较大的优势，但是它们根本上是一回事。明白这一点是理解期权引发的问题的关键。期权表面上看是脱离股市的另一种有效手段，但实际上并非如此。期权的主要优势是你作为投资者，将与证券保险有关的全部风险转移到期权商身上。行情下跌就是你必须为此付出的代价。

咱们看看通过期权市场的证券保险是如何运作的。假设你对我们的建议置之不理，没有出售股票。但是，你对我们所做的股市行情预测又感到担心，因此，你准备采取保护措施以避

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免我们所提及的损失。期权市场就可以提供这种保护，而这当然是要付出一定代价的。

期权市场充斥着纷繁复杂的产品，它们具有极其复杂的特性，通常冠以 σ，Δ，r，和 μ 等希腊字母。我们曾经说过，金融界是精明人士云集的地方。请不要担心，我们的论点不需要你必须懂得连续时间随机微积分。一个简单的例子就足以使你明白。

为了完全避免股票损失，比如，你可以购买等现值 S&P 500 期权，其面值与你的证券当前价值相等。这种看跌期权使你有权以特定价格，即“实行价格”出售 S&P 500 所代表的证券。在此例中，如果你的期权是“等现值的”，那么实行价格就是 S&P 500 在你购买看跌期权时当天的水平。

假设你的证券紧密跟随着 S&P 500，若在股市下跌后，比如下跌 30%，你决定抛出股票，那么通过出售实际股票和兑现股票出售权，你就可以收回你在购买看跌期权当天证券的全部实际价值。[8] 你实际上是进行了一次单向赌注。

但是，你当然要付出一定的代价。看跌期权并不会白白地送给你。我们之所以告诉你有关证券保险的故事是因为如果你购买期权，就得向期权商支付一定的费用，由他为你实施证券保险，明白这一点是至关重要的。在这一点上，还包括两种重要的含义。首先，期权商必须承担其中的风险，并且赢得最大的利润。因此，你将为保险付出过高的代价。在 20 世纪 90 年代末期，这种等现值看跌期权一年后到期时，将消耗你证券价值的 7.5%。这意味着为了求得这种保护，你必须每年要从股票中赚得这笔数目才能持平，并且只有赚得 12% 的收益才能与存款利息相等。正如我们早先说明的那样，股票证券的历史平均收益值在未扣除成本的情况下，实际收益大约为 6.5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这样，在一般情况下，最有可能的结果是在支付期权之后，你的收入也不会比现金收入高。在当前大多数情况下，结果会远远不如现金存款好，比现金存款表现好的可能性微乎其微。

当然，你是限制了损失。如果你所购买的看跌期权与在我们举的这个例子中一样是“等现值的”，你的损失最多也不会超过当初购买看跌期权时的数额，即你的损失每年不会超过7.5%。但是，为了求得这份有限的安心，你已经付出了很高的代价，并且实际上认定股市将一路攀升，收入肯定会比现金存款要好。你并没有解除股票中的风险，而是始终保持着这种风险。

由于这种策略代价过高，人们往往购买“较现值不利的”股票期权，即这种期权只有在股市下跌到一定幅度，比如10%或者20%时，才给你提供一定的保护。但是，同样的策略也同样适用。通常，付出多少就得到多少。付出的代价低，得到的保护就小。

记住证券保险的另一个原因是，期权商显然在向你提供担保时所采用的技巧与1987年之前惯用的证券保险的技巧别无二致。这些保险措施当时没有见效，也可能会再次失效。我们因此可以断定，牛市时，期权业很有可能发生大量破产的情况，重蹈巴林银行的覆辙，其他人也就变成了教堂野餐。[9] 原则上，如果你一定要购买期权的话，至少应当购买“不可能倒闭的大公司”的期权。

然而，我们还是希望，迄今为止，我们已经使你相信要避免此类问题只有不购买期权，保护证券最简单的办法是抛出股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要再将资金投入股市：无形期权

在本章开头，我们曾提醒你不要将从股市抽出的资金重新投入股市。你可以尝试做的一种方法是购买基金，这样得到的保护承诺与我们上述提及的情况大体相仿。如果有人向你推销一种向股票投资的产品，并且告诉你说投资“保准会增值”，或者能够限制因股市下跌所造成的损失，实际上，你所得到的是一种带有“无形期权”的标准股票证券。

期权虽然是无形的，但是你仍要为此付出代价。这种基金真正能够提供保护的惟一方法是为你购买看跌期权。他们要承担上述的所有费用，除此之外，你还要拿出一部分收益来支付投资管理费用。这种方法要想行得通，就得在基金收益欠佳的情况下暗地向你收取许多费用。所以，要一如既往地仔仔细细地阅读宣传册，然后把它扔进废纸篓并妥善管好自己的钱。

不要再将资金投入股市：“市场无关”基金

除了股票证券投资之外，另一种显而易见的方法是“市场无关”（“Market－Neutral”Funds）基金。这种基金仍然是投资于股票，并且不主张躲避风险，而且是惟一一个声称基金从总体来说是与市场脱勾的。换言之，正如我们所知，种类组合多样化的证券也会随着股市上下波动，而这种基金却不是那样。这种证券仍然充满风险，只是没有市场的“系统”风险罢了。此类基金看似提供了一种更加可靠的方法，至少它符合人们的一般常识，即没有风险就不可能有高的回报。但不幸的是，这种优势往往是表象，而绝非事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该基金是如何运作的呢？我们曾说过任何组合多样化的证券总体上反映出市场形势，因此具有相同的“系统”风险。“市场无关”基金的存在难道就提供了我们的说法有误的证据吗？不是的，但是要说明其中原理的确很棘手。“市场无关”基金实际上是这样解决这个问题的：它实际上是由两种不同的基金构成，一种是“长期”基金，一种是“短期”基金。

“长期”仅仅意味着你像对待任何标准证券那样，将其作为一种资产持有。然而，“短期”意味着你将其作为一种债务持有。大多数人仅在两种情况下才持有“短期”：因透支而欠银行现金，或者通过抵押而欠现金。它实际上仅仅是一种由个人“发行”的债券。个人通常将房产作为抵押品。金融界人士原则上可以“短期”抵押任何财产，包括股票。

若基金投资于同等规模的短期和长期证券，那么基金就是与市场无关。比如市场下跌，其长期证券（所实际拥有的股票）也将贬值，但是其短期证券（所拥有的股票）也会如此，而基金的整体价值（相当于长期证券减去短期证券）不变。市场上涨也会产生同样过程。

当然，若基金实际拥有的长期和短期证券数量相等，净资产就为零。这样你就无法对它进行投资了。[10]因此，长期证券数量必须较大，使基金净资产为正数。这种基金仍然是与市场无关的，当然，其运作方式是两者必居其一。它要么拥有与净资产值相等的现金，要么购买股票作为长期证券，因为长期证券与作为短期证券的股票相比，对市场变化的敏感程度低于平均水平，而短期证券是因其敏感度高于平均水平而精心挑选出来的。[11]

当然，通常还必须有个圈套。只要你略加思索，会发现这里的圈套相当明显。除非“市场无关”基金管理者比其他投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者表现出色，否则他们所得到的收益与银行存款方法所得收益相比，在没扣除成本的情况下平均大体相同，但是若扣除成本，他们的表现实际上更差。

为什么呢？为了简便起见，请考虑这么一个情况，即短期和长期证券规模相同，净资产被以现金形式进行投资。如果“市场无关”基金管理者们总体来说善长挑选作为长期和短期证券的股票的话，这两种证券的收益应当与市场总体收益大体相等。这两种证券的净收益基本为零，整体的基金收益基本上就是基金净资产的现金收益。[12]扣除基金的高额成本后，那么你若将金钱存入银行会取得更高的收益。

“市场无关”基金能够为你带来可观收益的惟一方法就是基金管理者在进入其证券市场挑选股票方面的表现高于平均水平。某些“市场无关”基金要取得可观的收益，要么靠技术，要么凭好运气。但是，常见的问题又由此产生：你无法及时区分好与坏。鉴于“市场无关”基金的收益水平往往较差，甚至在扣除成本后还会为负数，正确的做法非常简单：不要将从股市中抽出的钱再次通过“市场无关”基金投入股市。

切勿将资金再次投入股票：海外市场

如果你无法忍受将资金只投入安全资产中这一观念，美国之外的市场能否会有机会获得更好的收益呢？对于这个问题的回答会更加含糊。这的确不是一种明智的策略。但是，如果你难以从股市中自拔的话，投资海外市场大概是最为不坏的选择了。它之所以不是上策是因为将投资转入海外市场就好比将资金再次投入美国市场一样，存在着极大的风险。

在20世纪90年代末，大概没有哪个主要市场的价值被估

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价得像华尔街那样高，同样很少有市场能够提供可观的价值。这种状况一时不会改变。另外，既成的事实是当美国市场波动较大时，无论上扬还是下跌，它往往影响其他主要市场。因此，甚至本来可望提供较大价值的市场也不可能有好的前景。的确，在现代综合市场中，你可以把任何特定国家的股票市场看作美国市场中的一只股票。在短期内，多数市场的活动很可能主要受华尔街的影响。

应当牢记的是，当你投资于海外市场时，还面临着汇率波动的额外风险。若还有什么比股票市场还不稳定的话，那就是外汇市场。

当然，至于个股，还有某些例外情况：存在着抵抗华尔街下跌趋势的市场，你若真正幸运的话，通过汇率的变化可以给你带来意外收获。问题仍然是人们很难知道什么市场是值得投资的，什么市场是灾难性的。

但是，投资海外市场大概是最不坏的选择。之所以这么说是因为，如果你投资于几个市场，其平均价值并不像华尔街那样被估价得如此之高，你的远期收益至少应当接近股票在美国历史上的收益水平。问题是，一般来说，市场与华尔街关系越疏远，你所能得到的有关那个市场的评估标准就越不可靠。尤其是 q 只有在为数不多的几个海外市场中才能计算出来（所有这些市场的价值目前都被高估了）。如果你的确欲采取基于价值的方法对海外市场进行投资，你应当仔细察看其他价值指数的情况（请参见第 6 部分），你会看到采用这类指数所带来的问题可能更加严重，市场更加令人捉摸不透。

虽然我们再三强调我们不赞成海外投资，倘若你一定要那么做的话，尤其不要忘记 20 世纪购买股票那段好时光所带来的深刻教训，这在第 11 章中我们已经了解到了。具体来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买股票的好年代当时看来都令人害怕。因此，作为长期投资，比较明智的做法是寻求公众普遍认为的糟糕市场。[13]然而，我们还要强调这种投资无疑要冒更大的风险，有时这比投资于主要市场的风险要高出几个数量级。

当然，作为最后的忠告，由于所有海外市场的价值在某种程度上都被高估了，我们建议你把全部的钱财，而不是部分钱财，投入安全资产。

在牛市中生存

到目前为止，我们所要传达的信息十分明了。你应当做的就是卖掉股票，不应当做的就是购买股票。遵照这种策略，你虽然不可能发大财，但是可以避免巨大损失。表面上看，具有发财的可能而没有风险的投资在逻辑上是行不通的，因为你付出多少就得到多少。

当然，正如该书本章标题所阐明的那样，这只是在牛市中生存的一种策略。这显然不是一种可行的长久之计。你若是寻求合理收益的长线投资者，那么，你就应该重新进入股票市场，而从观念上讲，这么做最好是在牛市。股票的前景或许看来很令人可怕，令人不敢问津，但是如果你是一位基于价值的投资者，你就会知道购买股票的时机又来了。本书的下一部分将说明，如果你是一位价值投资者，这必定意味着你是一位 q 投资者。

注解：

7. 这可能不会妨碍人们这么想。我们怀疑即将来临的牛市所带来的后果之一是许多投资者把自己的不幸归咎于别人。只有律师将从众多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诉讼案中获益。我们可以十分有把握地说，在熊市时，这是个增长最为迅猛的行业。

8. 实际上，如果在到期前出售期权的话，收入略微会多一些，因为别人能够继续利用你的期权所提供的保护。还需要注意的是，实际上，你可以更加精确地保护你的股票，因为大多数主要个股都有看跌期权出售。但是，正如我们在第 10 章所见到的那样，多样化组合的证券相当于一大批多种股票，这种精确保护措施显得多此一举了。

9. 我们最初是在向史密瑟斯股份有限公司的客户们提交的一份报告中就该问题进行了说明（题目是“股票期权：一个因目光短浅所带来的灾难的例证”）。报告的主要观点在 1998 年 11 月 24 日的拜伦杂志中做了归纳总结（“招致灾难”，作者凯瑟林·M·韦灵）。

10. 管理者绝对不会让拥有零净值资产的基金从事借贷，因此基金只能拥有短期证券。

11. 寻找作为这两类证券的股票并不特别难，有许多现成的技术，根本无需依靠任何股票选择技术。按照标准术语，长期证券中的股票具有较低的 β 因素，而短期证券的股票具有较高的 β 因素。

12. 这一模式同样适用于长期证券比短期证券规模较大的情况，因为它所拥有的股票对市场不那么敏感，与短期证券中的股票相比，平均收益较低。

13. 我不想具体说明，因为本周的垃圾股可能成为下周的最佳投资机会。到这时，入市的时机已经错过了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六部分
如何估价股票市场

我们希望至此你已经完全接受了我们所阐述的估价股票市场的惟一有效方法，即 q 方法。该方法有两个有利条件，它不仅使得论点更加简洁明了，而且它根本上就是正确的。然而，我们尚未对后一点做充分论证。我们现在将全面对此进行论述，同时说明为什么其他方法未能有效地衡量价值。

在本章开始，我们将首先讨论主要原则问题，列出任何价值衡量方法都必须满足的四种主要检验办法。然后，我们评定各种所谓的价值衡量方法能否通过这些检验。我们还将对为什么它们无效而 q 方法有效加以说明。

在最后两章中，我们做出归纳。首先说明对那些看来比较切实可行的方法进行某些调整，消除其中的缺陷，这些方法最后可能更像 q 方法，或等同于 q 方法。然后，我们将根据惯用的和常常被误用的收益折扣模型讨论 q 方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第20章 如何估价股票市场：四种检验价值指标的主要方法

基本原则

我们在第17章中看到，“购买－持有”策略以及股票价格随机行走模型都具有共同的缺陷，即都无法估价股票市场。我们还说过市场并不像随机行走模型暗示的那样具有很大的风险。风险的降低充分说明了股票市场是可以估价的。风险之所以下降是因为失衡的价格回落到接近价值的水平。在价值与价格没有区别的情况下，这种情况当然不可能发生。

投资者不仅需要知道价值的存在，还需要能够衡量价值，否则的话，他们的知识丝毫没有实际使用价值。他们因此必须能够判定各种指标的长处。本章中，我们将探讨能够有效地衡量价值的特定指标所必备的四种主要特征。在以后的章节中，我们将说明q方法通过了这些检验而其他指标却没有通过。

这或许会令人吃惊，因为与其他价值指标相比，q方法很少被股票经纪人或者金融杂志所提及。我们是要说明其他价值指标是很不完善的。然而，热衷于不完善的标准，对完善的标准视而不见，还是可以理解的，因为q方法的两种特性不利于股票经纪人使用。

首先，q方法对于经纪人所要求预测的短期市场活动根本没有指导意义。正如我们以前所强调的那样，这实际上是q方

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法的长处，而不是缺陷。其实，这个特性是任何有用的价值指标所应当必备的条件。短期指导对于股市活动来说不具有任何指导意义。若有的话，市场会抢在它们前头。任何旨在进行此类预测的标准都是一派胡言，而 q 方法不属于这种标准。

第二，q 方法能够表明市场长期被估价过高。我们可以看出，这对于投资者来说是个好消息，因为这能够让他们保持现有财产，然而却给股票经纪人的收入带来巨大损失，因为投资者在认为赔钱的情况下是不会再购买股票的。因此，股票经纪人全然忽视 q 方法以及本书所提供的有关价值的许多其他内容就不足为奇了。[1]

需要一种客观的标准

若有人说："我认为市场价值被高估了 50%，"这只是表达一种观点，就好比说赌盘下次转动时将出现红色，而不是黑色。这两种说法都是索然乏味，对任何人来讲毫无用途。关于价值的说法要想有用，就必须客观。这意味着它不仅仅是观点持有人的观点，而且也是任何了解价值并且掌握必要信息的理智者的观点。倘若有人说市场价值估计过高，而另一个人说市场价值估计过低，这不仅仅是观点问题：他们两人中必有一人说错了。

我们是这么主张的。我们并没有对股票市场说三道四，我们只是说如果论点正确，任何理解这一论点并且了解情况的理智人士都会得出同样的结论。我们只有表明我们的论点能够经得起最严格的检验，我们的主张才能够站得住脚。为了检验，你既要了解参加测验的东西，也要知道与检验相关的内容。因此，我们需要明确任何一种价值标准所应当具有的主要特点以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及必须通过哪些检验。

还有许多其他的方法可以辨别基本价值。其判断问题就是找到正确的检验方法，并且看各种辨别基本价值的标准能否经得起检验。选择检验方法实际上是个常识问题。正如我们将看到的那样，许多常用指标甚至连最基本的常识检验都无法通过。

检验方法之一：价值指标必须是可衡量的

第一种检验方法可以看作是基本检验方法，若不是如此重要的话，几乎不值得一提。价值必须是可衡量的。市场价值估价有误的说法只有在市场价值被正确地定在某种其他水平上时才有道理。当市场被正确或者“恰当”地估价时，价格和基本价值相等。否则的话，两者之间的比率就是市场被高估或者低估的量。显然，为了得出这一比率，基本价值必须是可衡量的。[2]

这个问题的某些方面是很肤浅的，有时甚至造成混乱，因为不同的估价方法表示相应比率的方式不尽相同。因此，尽管 q 和价格－收益倍数使价格居于比率之上，基本价值在下，但股息收益使得价格居于比率下部。当市场被过高估价时，q 为高，但是股息收益一般为低。然而，隐含的高估程度可以通过将股息收益颠倒过来的方式进行对比。

对于所有指标来说，还存在许多深层次是否可衡量的问题。比如，作为某些估价标准的主要因素的利润可能包含重大失真现象。我们可以看到，对于那些像价格－收益倍数这类依

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赖于利润量的指数来说，可衡量问题是相当严重的。但是，甚至q也依赖于总净值量。正如我们在第15章所见的那样，美国股市在1998年的高估程度用q是很难准确确定的，因为我们无法准确地衡量总净值，也无法知道q平均回复的准确价值。

可衡量问题大概是q所具有的惟一技术性的与客观有牵连的问题，我们将在第25章充分讨论它。目前，我们只想强调，我们并不认为这些问题会合理地存在下去。但是，当q被大家广泛理解时，那些理屈辞穷的人会夸大这些问题。

检验方法之二：
价格与基本价值的比率必须能够平均回复

在第2章，我们曾提到q的一个显著特点，这个特点对于任何价值标准都是十分重要的。它就是通常称为的平均回复性。股票价格和市场基本价值间的比率好比松紧带一样，应当能够还原到其平均水平。它必须具备“复原”到“平均水平”的趋势。[3]

这种价值特性值得更加深入地探讨，因为它对于我们的观点是至关重要的。最好的方法就是举出实例。图20.1和图20.2表明两种估价标准间的差别。根据100年的数据情况，一种指标具有绝对复原性，而另一种指标则没有。我们对这两种指标特性的了解具有特别的自信，因为我们略微借助“随机数字发生器”就得出了这些数字。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 20.1

100 年的假定股票价格：具有平均回复性的一种估价指标

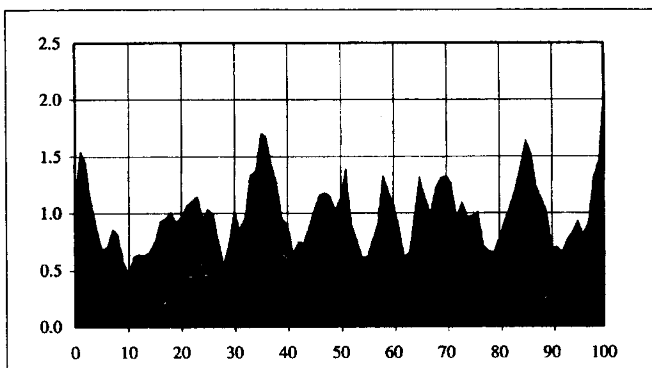
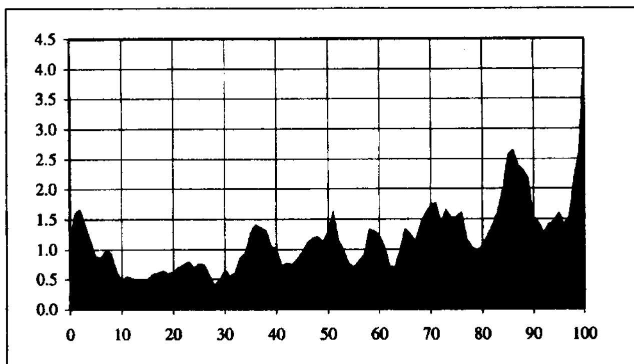


图 20.2

一种不具有平均回复性的估价指标



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以把它们看作同一股票价格的高估或者低估指数，而不是基本价值的两种其他衡量尺度。从图中我们可以明显看出，两种估价指标都会受到股票价格震动的影响，因为它们会同时上涨和下跌。[4] 在我们假定的世纪之末，这两组数据始终是居高不下，因此，它们都意味着高估。但是，两种估价指标的特性间的差异是显而易见的。

第一组数据都能从极限值——无论是高于或低于平均值——回复到平均值。根据混沌理论，为了使语言更加花俏，平均值可称为“引人注目的人物”。这就是说最终值的确很“高”，意味着它很有可能会下跌。第二组数据相比之下就没有这种倾向。无论是高还是低，上涨或下跌的可能性相等——历史记录无关紧要。[5] 它就像不能平均复原的指数那样，无法给你任何有关未来的提示，更不用说股市值了。

平均回复比率是不同的。平均回复意味着在起初没有弹性拉力的情况下，股票价格不会过分偏离基本价值。因此，这种指数能够给我们提供有关假定股票市场的未来走势。

平均回复的主要特点是不确定性。在图 20.1 中，我们已经了解了具有平均回复性的估价指标的特性，因为它是我们亲自创建的。但是，我们无法准确地知道在下个 100 年假定数据的第一年中会是什么情形。准确的结果将依赖于由随机数字发生器产生的“噪音”。虽然这个指标始终高居不下，但是我们不能断言该“噪音”因素可能促使其继续攀升。我们所要说的是这种情况实际发生的可能性微乎其微。

当我们看真正的而不是假定的股票市场时，这种不确定性既有必要，又令人烦恼。[6]

之所以有必要是因为如果缺少不确定性，利用价值指数赚钱就太容易了。我们可以看出，平均回复的不确定性是任何有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效的价值指数的必要条件，我们还可以看见它并不是有效价值指数的充分条件。目前，我们暂且不讨论这个问题。

不确定性还令人烦恼。因为这两幅图是我们亲自创建的，所以，我们能够轻而易举地知道哪个指标能够真正平均回复。当你面对真正的股票市场时就不那么容易了。在电子附录中我们给出了统计数字，说明了可能的价值指数是否能够反映这一重要特性。但是，在主要章节中，我们还是仅限于插图。实际上，这两种方法具有互补性，但统计检验可以避免天真的人们不由自主地寻找实际并不存在的模式。严格的检验更具有客观性。

不幸的是，单独进行的数据分析没有任何意义。经济学同其他学科一样无法进行可控制的试验。它存在的主要问题是，如果你想寻找一些统计数据来支持自己的观点的话，并且准备非常认真仔细地寻找，你肯定能够在某个地方找到数据来支持自己的观点。若这么做的话，你极有可能陷入经济学家们常称作的“数据挖掘”的危险。倘若你是一位矿产投资家并且想方设法寻矿和开采金矿层，你就不会认为金子在你的脚下随处可见。采矿的活动本身表明开采的东西是很稀有的。这种情况同样适用于经济领域。越难以寻找的东西就越发没有用途。

投资者应当时刻防止通过数据开采方法得出自己的数据，这有两种主要预防措施。

首先，毫无选择地使用一切可以得到的数据。我们有 99 年有关 q 的数据，那么就都使用它们。若有其他数据也可以使用。至少，其他常用价值指标都有自己一定数量的数据。的确，涵盖更长时间段的数据是能够创建的。然而，如此大量的数据是很少使用的。严格说，这是出于疏忽或者懒惰。或者相对严格地说，之所以疏忽和懒惰是出于有意欺骗的目的。但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是，当我们着手讨论其他价值指标时，尤其是收益比率和收益差异时，我们可以看出惟一合理的依据就是有选择地使用数据和数据开采方法。若使用手头的一切数据，统计数据的面目就会像幻影一样烟消云散了。

还有防止数据开采的另一种重要措施，但是并不仅仅如此。它是如此重要，因而成为下一个检验价值指标的重要方法。

检验方法之三：价值检验方法必须具有经济合理性

价值必须具有牢固的经济学基础，即其工作原理必须能够让人理解。这一点非常重要，但并不仅仅因为寻求理解是经济学或者其他学科的基本动力。所有理论应当能够经得起争论，这是一条重要的检验方法。牢固的理论可以通过争论加以确认。一种更好的理论产生后，旧的理论就寿终正寝了。检验和预测是这一过程的重要组成部分，但不是确定一种理论必定比另一种理论更好的惟一方法。关键是要能够深入研究。

合理的理论基础有效地防止了数据开采和人类寻求一种并不存在的模式的倾向。如果我们创造了一种理论，然后对其进行检验，很有可能数据会偶然无法驳倒这一理论。即使我们拥有更多的数据，我们的理论也可能无法通过检验这一关。但是当我们发现数据无法驳倒反映我们思想的理论时，我们偶然陷入数据开采的危险就小了许多。我们掌握的数据量越大，我们对理论的自信也就越高。但是，一切数据都是有限度的，而一个旨在说明一种显著模式的理论极有可能比一种首次提出的理论显得虚假，因为首次提出的理论开阔了我们的思路并且经得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起现实的检验。

鉴于理解价值指标的经济基础理论是如此重要，我们将用第 27 章整个篇幅来讨论与红利折扣模型有关的价值指标。这是许多评价个体公司股票方法的基础，由于它是创建的，所以必定是真实可靠的。若使用得当，红利折扣模型可用于整个股市，也可用于个别股票。使用得当，它是与 q 方法相容的。若使用不当，则会产生错误的结果，就像那些根据推测但并不存在的 P/E 倍数或者股票红利收益和债券收益之间的关系而得出的结论一样。

检验方法之四：价值指标必须能够预测未来股票收益

这一特点没有其他三种特点那么明显，但是在原则上和实际中是绝对重要的。

前两种特性要求任何价值指标必须反映价格和某种可测量的基本价值间的比率，并且这一比率必须能够具有平均回复性。我们在第 2 章和第 15 章有关 q 的讨论中说过平均回复性只有在价格或者基本值发生变化时才发生。根据经济学理论，这一比率将进行平均回复，但是不知道它是如何发生的。比率值高，可能预示着基本值极有可能上升，而不是价格将下降。若果真如此，我们可以利用 q 来预测基本价值的变化，而不是股票市场的变化。有用的价值指标必须能够预测股票市场的未来。平均回复性是有用的价值指标必备条件而不是充分条件。此外，指标的主要特点之一必须是股票市场变化的“主要指标”。价格与基本价值间的高比率值不仅表明比率可能下降，而且这一变化是由股票价格变化引起的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们需要用数据来评价某一特定的价值指标是否能够通过检验。当检验个别指标时，我们应当对其进行统计检验，就像我们检验比率是否会进行平均回复那样。我们将在电子附录中给出有关这些检验的统计数据。我们还将说明价格作为主要指标是如何表现的。这一点很重要。正如我们所强调的那样，经济理论的可理解性是任何合格的价值指标的必要条件。

基本价值越稳定，作为价值指标的价格比率就越有效。若基本价值变化缓慢并且可预测的话，大多数调整必须通过价格来实现。极度飘乎不定的基本价值将使得价格与基本价值比率变得几乎毫无意义可言，因为比率不断地变化是由基本价值变化引发的，而与价格变化无关。凭直觉，稳定的基本价值具有额外的好处，一般来讲，当股票价格上涨时，股票市场将变得昂贵；当价格下跌时，股票市场将变得廉价。

每当我们谈及预测股票价格未来的可能性时，我们早先所说的不确定性为何如此重要就变得显而易见了。有效的价值指标应当能够大体预测股票价格走向。

大体预测的可能性或许令人感到失望，但它是核实实际情况的重要手段。倘若股票价格变化——尤其是短期变化——能够得到预测的话，利用价值指标赚钱就太容易了。正如我们先前所说的那样，我们不能指望人们在有机会毫无风险地赚钱的时候不去赚钱。因此，足够的风险能够避免他们通过套汇的手段赚钱。当价格与基本价值相脱离时，市场经营者应当至少在一定允许误差范围内了解这背离情形以及其偏差程度。这就是为什么我强调 q 方法是避免输钱的工具，而不是提供通往未知财富之路的工具。

这种不确定性导致的许多误解困扰着股票市场价值的讨论。我们只不过是一些努力探索、善良的经济学者。我们希望

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过我们的努力达到认知，目的不是为了赚大笔钱财，只是希望，人们之所以准备掏腰包购买这本书是因为他们与我们所见略同。这一点使得我们与其他研究价值的人们大不相同。他们往往是实用主义者，希望通过买卖股票或者让别人买卖股票来赚钱。一般说来，这种愿望无可厚非。我们不以道德卫士自居。关于股票市场投机行为，我们怀疑像我们这样善良的人并非善良至极，我们认为此类行为是天真无邪的。这种天真体现在可能预测股票市场即将启动的时机，其准确程度之高足以从中获利。这就好比希望人们对 100 美元的钞票视而不见一样。

人们虽然能够预测会发生什么事情，但是无法预测事情何时发生。我们所举的转盘赌的例子就足以说明这一点。转盘赌的机率不是均等的，因为有零的存在。结果，赌场总是最终的赢家，参赌者总是输家。但是，这并不意味着任何人整个晚上都注定会输。若果真如此的话，转盘赌就不会像现在那样吸引众多人了。你应当知道，若长时间进行转盘赌，注定会输。但是，你不知道这一时刻何时到来。你所知道的只是玩的时间越长，输的机率就越大。

有效的基本价值标准将使投资者处于一种与赌场转盘赌类似的境地。股票市场的竞争越来越激烈，因此我们可以确信，虽然任何有效的价值标准必须进行平均回复，何时进行必定具有极大的不确定性。时机的不确定性必定相当大。对市场涨落作出正确判断可获得巨大收益。而因时机的不确定性所带来的风险也同样大，通过套汇交易所获得的收益也不足以抵消其中所冒的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值：四种重要特点

至此，我们已经给出了完整的清单。再次强调一下，基本价值必须具备下列特点：

1. 可衡量性；
2. 价格与基本价值比率必须进行平均回复；
3. 具有经济意义；
4. 可大体预测未来股票收益。

明确必要的特点后，便可逐一对各种指标进行考察和检验。在第 21 章至第 25 章中，我们将分别讨论我们已经碰到的主要指标，尽管有的指标显然缺乏某些条件。

注解：

1. 股票经纪人并不总是拒绝使用 q 方法。在第 30 章，我们将讨论主张使用 q 方法的论点被曲解或是被误用的某些情况（往往是两者皆而有之）。
2. 我们看到，在第 9 章讨论每日价值时也会产生类似的问题。
3. 统计学家常常提及一种紧密相关的特性，即“平稳性”。它与平均回复性相仿，但绝对不是同一回事情。平稳性大概是指当你越来越远地展望未来时，事物的不可预见性达到了某种极限。正如我们在第 17 章中所看到的那样，平稳性并不适用于股票价格，因为当我们预测未来时，不确定性会变得越来越大。因此，股票价格是不稳定的。但是，对于股票价格与其他东西的比率来说，这种特性就不见得成立了。比率的平均回复性意味着比率的平稳性。原则上讲，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不必非要进行复原。某些东西不必进行平均复原就可以保持平稳。但是，我们在这里不准备讨论这种可能性，因为那样的例子极其罕见。(举个物理上的例子，玻璃瓶中的气体微粒就是稳定的，而不具有平均回复性。这种稳定性可以保证气体微粒不跑出瓶外，因此，微粒的未来不确定性是有限的。同时，微粒并没有回到瓶中某个固定点的倾向。然而，在经济领域，与玻璃瓶类似的例子是极其罕见的。)

4. 这当然不是巧合。我们向两组数据注入的“噪音”是一样的。
5. 请回想一下我们在第 17 章所做的类似对比，即根据抛硬币来赚得或者损失 1 美元。不论你目前拥有 10 美元或 1000 美元，还是你欠对手 10 美元或 1000 美元，在下一次抛硬币时损失 1 美元的可能性是相同的。这组数据具有一模一样的特性。
6. 我们将在第 28 章进一步讨论“噪音”在实际股票市场中的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第21章 股息收益

概 要

历史最为悠久的估价标准当数股息收益。它是一种百分比收益，由每股的年度股息除以当前股票价格得来的。股票市场指数，比如道琼斯工业指数或者标准普尔500，它们的股息收益是指数中个股的平均股息收益。

股息收益——不论它是否能够被用来指导估价工作——是颇具参考价值的。我们已经注意到当前大约为1%的股息收益提供了两种主要情况。首先，收益本身是不能证明股票投资的正确性，因为存款收益会更好。第二，只有在足够的未来资本收益预计可将总收益提高到一个可观的水平的情况下，目前继续持有股票是理智的。

虽然这两种情况具有很高的参考价值，但是，它们与价值毫不相关。我们在第7章中提到资本增值是过去50年的基本特点，可以肯定地说，这一点在未来某一时刻仍将继续下去。问题是它是否足以带来满意的收益，我们单单从股息收益中是无法知道的。

显然，股息收益对于个股没有任何估价指导意义。许多公司，尤其是小型公司，不支付股息。但是，这并不意味着股息毫无价值，除非他们可望在未来某时开始支付股息。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有当开始考虑整个股票市场的平均股息收益时，才能够适当地考虑把股息收益当做确定价值的工具。在估价指导方面，股息收益并不是独一无二的。所有其他估价标准，在估价个股和整个股票市场价值时都存在着差异。然而不幸的是，这一重要区别往往没有得到认识，甚至那些研究股票市场的作者们也没有认识到。我们将在第 27 章中讨论股息收益模型时再探讨这一问题。

检验方法之一：股息收益是否是一种可衡量的价值指标？

乍一看，该问题的答案显然是肯定的。股息收益的最大好处之一是它的价格和每股股息这两大部分是可以被精确衡量的，并且数据随时可用。若愿意的话，你可以按分钟记录个股的股息收益和股票市场的指数。

基本数据的可靠性是股息收益的一大优势。百分之百地自以为知道每股股息和股价间比率的高点和低点所在，断言比率提供了一个可衡量的价值指标，这两者并不是一回事。正如我们在以前的章节中所见到的那样，可衡量的价值指标必须任何时候都能够告诉我们市场的高估量和低估量。而股息收益则做不到这一点。它的使用是基于这么一种简单的假定，即一定幅度的股息收益与“适当”价值相对应。因此，可衡量性就成了问题。问题不是衡量实际收益，而是根据适当的市场价值衡量收益应当为多少。[7]

人们通常假定适当价值为历史平均值，大约为 5.5%。由于当前收益大约为 1%，这意味着美国股票市场被高估了 5.5 倍。[8]对我们来说，这个数字有些过分。虽然对于个股来说，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基本数据没有问题，但是得出与基本数据要进行对比的正确平均值就成了大问题。

检验方法之二：
股息收益是否能够进行平均回复？

图 21.1

股息收益，1802 年～1998 年

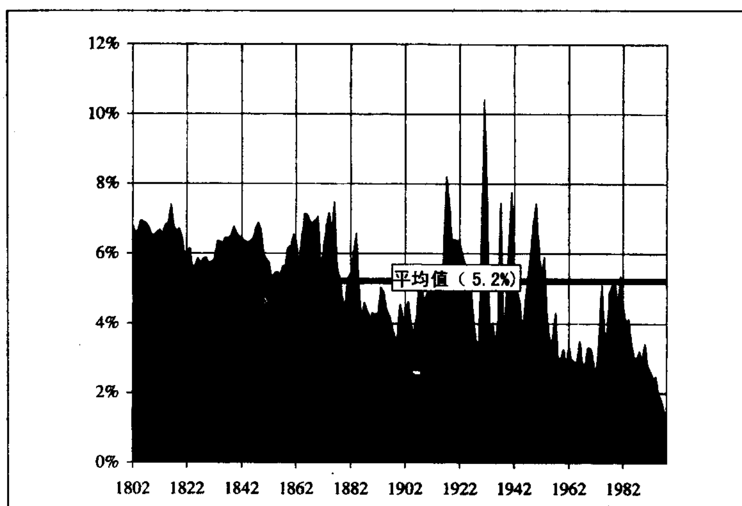


图 21.1 表明了我们手头掌握的股息收益数据和其平均值。它说明收益不会无休止地偏移，而保持在一定的范围之内。理论上，股息收益不会低于零，但也很少会接近两位数，[9] 是否会回复到平均值尚值得怀疑。我们要说明的是，依照电子附录中所列出的统计检验方法，这种怀疑是有道理的，其结果也是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显而易见的。

一种简单的测试，旨在表明股息收益跨过平均值线的频率是多少。而平均回复系列要比股息收益跨越平均线的频率还高。另一种常识性测试是看其是否表示被高估和低估的股票市场在时间上大体相等，且这一模式在不同时期基本一致。而股息收益显然不会这样。它表明市场在 19 世纪中几乎都被低估了，而在过去 50 年中几乎总是被高估。这一点与常识背道而驰。

根据观察，股息收益目前大约为 1%，这意味着其下跌幅度不会超过 1%，但是说明高估的程度是没有意义的。尤其是没有理由相信股息收益将会“回落”到多于 5% 的历史平均水平。

为了避免这个问题，人们常常进行比较，不是与从所有现成数据中得出的历史平均值进行比较，而是与近期数据所得出的平均值进行比较。有时，是与两个世纪的平均值进行比较，这一平均值要低于两个世纪的平均值。有时仅使用近 50 年的数据，平均值则更低。另一种方法是形成一种趋势，使“适当”的收益随时间下降。这些技巧只能淡化这一问题，因为没有一种技巧在逻辑上是说得通的。它们说明了为什么平均回复是一个多么重要的特性。

图 21.1 明确地表明了股息收益随着时间的推移具有下跌的趋势。关键的问题是我们是否能够提前预知这一趋势。答案显然是否定的，我们显然也无法知道将与当前股息收益进行比较的“适当”收益。无论改变计算平均值的时间期限还是利用高级技巧来形成一种趋势，答案都是一样的。因为我们无法预测变化，我们无法确定一种平均值就比另一种好。

这些技巧为数据开采提供了无限机会。如果分析家欲说明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场估价过高，他们可以将现股息收益与长期平均值进行比较，声称市场价格大约高出 5.5 倍。如果他们想表明市场价格低，他们通常采用别的时间段并且指出当前收益高于 3 年或者 3 个月的平均水平。在目前情况下，要想确定股息收益上涨是很难的，因为手头只有 3 分钟或者 3 秒钟的平均值。通常的结果是，人们只是转而参照其他价值标准。关键是在没有平均回复的情况下，我们无法断言基于股息收益的结论注定是错误的。

因此，我们的结论是由于股息收益无法通过平均回复这种检验而完全失败了。

检验方法之三：股息收益作为价值指标具有经济意义吗？

这一问题的答案显然是否定的。原则上，投资者只要得到较高资本增值，虽然股息收益较低，也能够获得可观的收益。将股息收益的历史平均值作为“适当”价值，未免过于武断。根本问题是无论股息收益处在什么水平，实际上都可以与适当的价值保持一致。[10]

这不仅仅在理论上存在可能性，而是确有其事。我们在第 17 章看到，股票实际收益在历史上极其稳定，我们称之为“西格尔常数”。虽然股息收益在历史上具有下降的趋势，但是收益率始终保持稳定，因为较低的收入可以由较高的资本增值弥补。

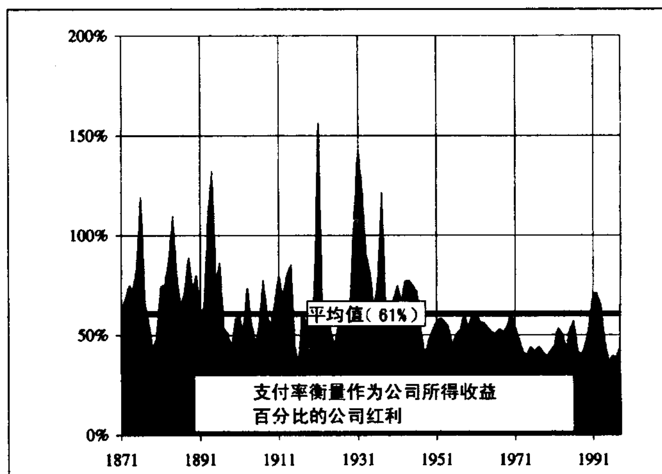
有迹象表明较低的股息收益会持续下去，但是不会低过现有水平。在图 21.2 中，在 20 世纪后半叶，公司根据利润支付的股息不如以往多。[11]未分配利润，即未以股息形式支付的利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润，增加了公司的净值，从而增加了公司将来支付额外数量的股息的能力。公司保存的收益越多，它们当前的股息也就越低，但是将来股息的增长也就越快。由于价值是由当前股息和未来增长能力两部分组成，我们不能断言股息收益低就一定预示着股票市场估价过高，更不能借此来判断市场估价过高的程度。

图 21.2

1871 年～1998 年的支付率



支付率是否已经或者尚未改变，是否支付率已经发生了很大的变化，这些问题是在利用股息收益衡量价值之前应当考虑的关键问题。而这两点都不容易确定。问题是我们只关心长期支付率，而不关心短期波动。这就产生了许多涉及收入而不是股息的问题。如果我们能够满意地回答这些问题，他们就会利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用 P/E 倍数而不是股息收益来作为价值指标。我们将在第 26 章中看到，如果我们能够校正 P/E 倍数的缺陷，我们又回到我们以 q 为指标时的出发点。

极低的股息收益表示市场价格极高，这种看法并不是没有道理。如果支付率已经发生极大的变化，这种看法甚至更有道理。我们并不是寻找客观且合理的看法，而是寻找客观且可衡量的价值标准。支付率可能随着时间的推移变化很大，这一事实有力地说明不宜用股息收益作为衡量价值的客观标准。

原则上，我们此时应当不必再考虑股息收益。它未能通过我们的两项检验。有效的价值标准必须全面合格。然而，为了完整起见，我们还是讨论最后一项检验方法。

检验方法之四：
股息收益能否使你更多地了解股票未来收益？

在第 11 章和第 13 章中，我们引入了“事后价值”概念，它能够以以后取得的收入的形式来衡量任何一年的价值。事后价值对当今的股票价格毫无用途，因为我们无法对未来进行事后预测。但是，它是一种观察历史的有效方法，因为我们可以将它与当时用于衡量价格的其他指标相对比。我们在第 13 章可以看出，q 和事后价值相互紧追不舍，意味着 q 能够有效地表示未来收入。[12]

我们在图 13.3 中还阐述了我们称之为“股息价值”的作用，它是与股息收益恰恰相反。如果你察看图 13.3，你就会发现股息收益在这个检验中比在先前两种检验中表现好。高水平股息价值和低水平的股息收益往往是与事后价值的高额数字息息相关的，这意味着今后的收入低于平均值。因此，股息收

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益的表现在某种程度上是一种预示着未来低收入的“先行指标”。[13]

然而，股息收益未能通过平均回复检验的事实严重限制了这些信号的效用。股息收益的下降势态意味着在20世纪50年代前，市场几乎总是显得价格偏低，而随后价格总是显得偏高。这一信号在早期总体较好的收入和后来总体较差的收入中反映出来。虽然股息收益好像发出了有用的警告信号，但是信号的强度不足以表明风险的强度。这好比有时预示大火来临或者有时因粗心大意的游客点燃一支香烟而引发的不可靠的烟雾警报。

结论：
股息收益体现了股票市场价值

表21.1总结了股息收益在我们四项检验中的表现，同时也说明了股息收益存在的严重缺陷。这一信息虽然有用，但是股息收益作为价值指标尚存在严重不足。

表21.1

股息收益和价值指标的四项主要检验方法

检验方法	股息收益
1. 可衡量吗？	数据可靠，但是平均值无法衡量。
2. 可进行平均回复吗？	否。
3. 具有经济意义吗？	否。
4. 能够大体预测未来股票收益吗？	是，但是信号欠精确。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第21章　股息收益

注解：

7. 对于所有价值指标来说，这个问题尚需解决。但我们将看到，在这方面，相比之下某些指标更不完善。
8. 应当注意的是，股息收益为高表示便宜，而对于其他指标来说，这通常是高估的信号。其原因是股息收益是以每股股息与股价比率的形式表现出来的，分母是价格，而至于 P/E 倍数比率，分子是价格。任何比率可以采用任何形式。按照惯例，我们只使用其中一种形式。
9. 乍一看，这似乎意味着股息收益就像在第20章注释2中所确定的那样是固定不变的。然而，这只是幻想。虽然收益不可能低于零(只要公司继续支付股息)，但是股票价格能够上涨多高是没有界限的。比如，若收益从1%降至0.5%，市场仍然可以翻一番。如果收益再降至0.25%，市场还可以翻一番，并且可以永无穷尽地进行下去。无论价格翻番多少次，收益永远不会低于零。
10. 关于这种说法尤其值得注意的是，虽然通过股息收益和资本增值可以得到同样的收入，但是，要达到与收入可变性相同程度则是相当复杂的，因为收益部分通常比较容易预测。如果资本增值在取得同等程度的总收入可变性上起至关重要的作用，正如过去50年那样，资本增值部分单独看来，必须更加稳定。这的确看来可能发生，并且常常伴随着总收益可变性的下降。正如图17.2所示，关于这一点的数据相对较少。
11. 注意，图21.2中的时间范围比图21.1中的短，因为我们的收入数据是自1871年以后的。
12. q还是满足了大体预测未来的条件，而事后价值只是衡量大量多种投资形式的平均收入。我们不能保证q能够预测收入欠佳的时间。这种保证谁也不敢做。
13. 根据我们与事后价值进行对比所得出的这一结论得到电子附录中统计检验结果和理论经济学家所做的广泛研究的有力支持。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第22章 价格与收入倍数

概 要

与股息收益相同，价格与收入倍数（常称为P/E倍数，P/E比率，或者简单称作PE）是有史以来最为常用的价值衡量指标。因此，了解其特点和局限性是至关重要的，使用P/E倍数来估价个别公司和估价整个股票市场是有区别的，认识到这点尤其重要。可惜，未能弄清这一区别是相当普遍的。

P/E倍数如闻其声，对于个别公司来说，是公司股票市场的价值与其年度收入之间的比率。年度收入是指扣除折旧、利息和税后的利润。收入常常以年度比率衡量，衡量时间或是以去年为准，或是对于某些公司来说，以近三个月的时间为准。若用股票数量除以这一比率的上限和下限，而比率本身保持不变，你将得出最高股票价格和最低的每股收入，该名称就由此而得。对于像道琼斯或者标准普尔500这样的股票市场指数，P/E倍数是组成指数各公司的P/E的平均值。

今天，当P/E倍数大约为35时，平均股票成本相当于该公司当前收入的35年的份额。如果你将P/E倍数颠倒一下，把收入置于比率上部，它就可与股息收益进行对比，成为众所周知的所得收益。P/E倍数和所得收益实际上是一回事。

所得收益几乎总是比股息收益要高，因为公司几乎总是将

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近100%的利润作为股息支付。这就是为什么所得收益和P/E倍数被广泛采用。它们反映出公司的利润，而不单单是公司所支出的实际股息。由于潜在的利润率不仅决定着当前的股息，还决定着公司未来支付股息的能力，人们更倾向于把P/E倍数而不是股息收益作为股票市场价值的指标。我们还可以进一步地断言，所得收益在经过足够长的一段时间之后，一定会与你的股票收入绝对相等。可惜的是，P/E倍数的这一重大优势被其明显的劣势所抵消了。这一点我们将会看到。

检验方法之一：
P/E倍数能够成为可衡量的价值指标吗？

我们知道，股息收益的优势之一是潜在的数据可以可靠地衡量出来。P/E倍数的分子部分当然是确定的，它就是股票价格。但是，其分母部分，即每股收入，就不那么显而易见了。这要从公司账目上的数字中得出。你是否把这一特性看作能够有效地反映数据质量的指标要看你如何看待公司账目了。[14]

若不是P/E倍数还有许多其他缺陷的话，我们还会继续讨论这一问题。然而，还有利润结算的其他方面值得关注。

- 有明显迹象表明，人们喜欢把算出的利润作为持续利润率的指标，甚至会计师们也承认这一点。显而易见的事物产生于通货膨胀。另外，通货膨胀改变了利息费用和贬值的真实性。
- 公司会计师们在处理公司利润和亏损账目以及资产负债表时总是想尽各种办法。他们自然而然地想让利润显得尽量高。最新的方法是在处理职员股票期权方面。近年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来，多数美国公司把这一部分支出排除在正常成本之外。结果，美国公司公布的利润比实际利润高出许多。[15]

- 在收入结算方法中存在某些偏差的间接迹象可以通过比较历史平均所得收益和历史平均股票收益看出来。我们将在后面第 27 章中讨论这一问题。[16]

除了衡量问题之外，P/E 倍数与股息收益一样，都没有直接反映出价值。我们因此需要找到一个数字当做“适当”价值，以衡量价值高估或者低估量，公式如下：

$$\frac{\text{当前 P/E 倍数}}{\text{“适当” P/E 倍数}}$$

另一种表达方式为[17]：

$$\frac{\text{“适当” 所得收益}}{\text{当前所得收益}}$$

估算“适当”P/E 倍数或所得收益有两种可能的方法。一种方法只是利用历史平均值，另一种方法是以长期所得平均收益和股票长期收入必定相等为基础的。这种方法采用稳定的历史平均实际股票收入或者西格尔常数。

这两种方法在估计当前高估程度上答案近似。实际上，答案与利用 q 得出的计算结果相差无几。历史平均 P/E 倍数大约为 13，相当于 7.7%的所得收益。这一数字与西格尔常数的估算结果差不多。无论采用哪种方法，市场当前高估程度为 2.5 倍。

我们曾经告诫大家，切勿因为不同的评价标准能够互相印证或者在任何时候对 q 的计算结果相同，就认为它们是可靠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

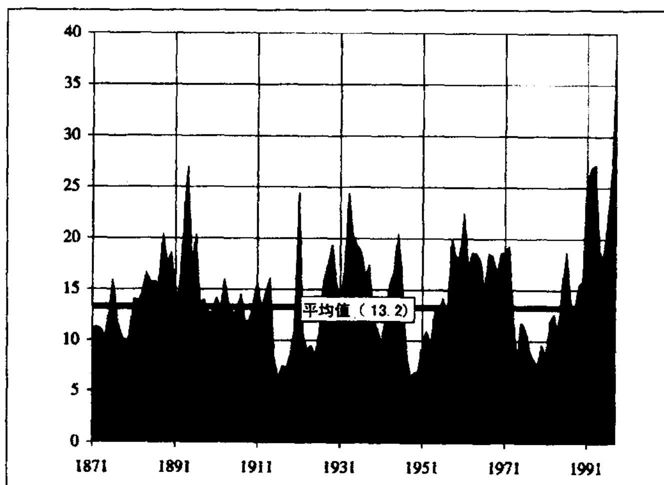
的。相同性很具有偶然性。我们告诫大家不要轻信 P/E 倍数中采用的利润计算方法的可靠性。随后，我们下一步将讨论第二种检验方法。

检验方法之二：
P/E 倍数可进行平均回复吗？

由于 P/E 倍数和所得收益是看待同一比率的两种不同方式，而且无论你从什么角度看，比率都可以平均回复，所以，适用于 P/E 倍数的任何现象也同样适用于所得收益。

图 22.1

1871 年～1998 年的 P/E 倍数



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 22.1 显示了自 1871 年以来美国股票市场的 P/E 倍数和其历史平均值。该图表明，我们可以更有理由断定 P/E 倍数比所得收益更易于平均回复。所见到的结果也得到了在电子附录中给出的正式统计检验结果的印证。实际倍数常常跨越其平均值，没有明显迹象表明 P/E 倍数会上下波动。它停留在其平均值上和停留在平均值下的时间大体相等。[18]

P/E 倍数的这一特点是非常重要的。这说明 P/E 倍数像 q 一样，具有很强的未来预见性。当它高或低时，它极有可能返回至平均值。由于 P/E 倍数目前达到创记录的高度，它也必定会回落下来。

在此，我们应当提醒你平均回复是必要的、但不是有效的价值指标的必备特性，因为比率回复到平均水平可以来自比率的上部分或者下部分的变化。这种警告对 P/E 而言就显得更加关键。但是在我们进一步讨论这一问题之前，有必要看看第三种检验方法。

检验方法之三：P/E 倍数作为价值指标具有经济意义吗？

然而，答案既不是绝对的是，也不是明确的否。在具有经济意义方面，P/E 倍数比所得收益强，但是不如 q。这都取决于为什么 P/E 倍数可回复到平均水平。公司赚得的收入和投资者所得的收益在经过足够长的时间后必定是相等的。[19] 投资者所得的收入在一段时期内必定相对稳定，否则的话就不会有西格尔常数。西格尔常数的稳定性和 P/E 倍数的平均回复性是同一事物的两个方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果你能够接受这种统计结果，即投资者需要一定收益且这种要求实际上是与生俱来的，那么你也能够接受基于经济意义的 P/E 倍数。这种假设存在的问题是，如果西格尔常数不稳定，使用 P/E 倍数作为价值指标的经济基础就令人怀疑了。如果投资者要求的收入持续下降，P/E 倍数也会持续上升。正如我们在第 29 章中所看到的那样，近期就出现了这种情况。虽然这种情况并没有历史依据，这恰恰说明把 P/E 倍数作为价值指标不具有经济逻辑的牢固基础。

尽管上面我们提出了警告，但是对于 P/E 倍数来说，情形并不是那么糟糕。这与撰写童话的惯用做法不同，我们把最糟糕的结局而不是最美好的结局留到了最后。

检验方法之四：
P/E 倍数能够帮你大体预测未来股票收入吗？

我们已经说明，虽然 P/E 倍数有时能够发出准确的信号，但是它有时给出的信号是完全错误的。图 13.3 说明了在 20 世纪 30 年代发生的最糟糕的事例。当时 P/E 倍数显示价值极低，而事后价值说明那是购买股票的最佳时机。P/E 倍数的错误信号与股息收益给出的信号不同。股息收益给出的信号好比是由一支香烟引发的烟雾警报。P/E 倍数在 1932 年曾警告你说，如果你打算以低价购买房子，那么它将在地震中毁于一旦。然而房子并没有被摧毁。如果你相信了这一信号，你就错过了 20 世纪的最佳交易时机。

我们在第 17 章中简要地说明了这些问题发生的原因，以及 P/E 倍数为什么未能通过第四项检验方法的原因。[20]通过仔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细分析，我们可以看出 P/E 倍数的两种关键特性在从中作怪。

- 代表价格与收入倍数根本价值的所得收益是非常不稳定的。
- 股票价格本身可能是所得收益的先行指标，而不是相反。

收入不稳定的主要但不是惟一的原因是利润对经济状况的依赖性很强。当经济不景气时，就业率和工资水平疲软，销售通常下降较快。经营空间就变得较狭窄。同时，贬值和利息的费用依然存在。剩下的是公司的利润，它就像众所周知的石块一样跌落下来。

1932 年成为 20 世纪的最好事例。那年的国家统计数字表明公司总体实际价值是在亏损的。如果这些公司的利润趋于一致的话，P/E 倍数实际上应当呈负数。不论是由于计算的巧妙还是由于公司表现出色，这些公司总体上都设法显示了一定的盈利。但是由于每股收益比股价下降还大（就下降速度而言的确非同凡响），P/E 倍数在股票市场持续下跌时非但没有下降而是上涨。

P/E 倍数之所以给出错误信号，是因为根据 1932 年的当前收入所显示的美国公司潜在利润率是极其令人误解的指标。图 13.2 显示 1932 年虽然是一个典型的例子，但绝不是惟一一次 P/E 倍数给出令人误解的信号的例子。在下一章中，我们将讨论对付由利润不稳定性产生的问题的方法。然而，这个问题无法得到满意的解决。我们在第 26 章中将说明若这个问题真能够解决的话，结果可能与 q 的结果一样。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

P/E 倍数的另一个问题是它有时有效，但没有恰到好处，就好比迟到发出的烟雾警报。房子被焚毁后才得到发出的烟雾警报是最无用的信息了。

事情按如此顺序发生并不奇怪。股票市场常常被称为先导指标，经济复苏前它上升，在繁荣结束前它达到顶峰。股票市场具有预测功能的说法至少有时是正确的。然而令人可笑的是，股票市场预测将发生 12 次衰退，实际只发生了 9 次。

如果股票市场有时能够准确预测经济状况，它也能够预测收入，因为正如我们所说的那样，收入易随着经济起落。P/E 倍数的高或低只表明股票市场预示着收入复苏或者下跌。这使得局面变得不甚明朗并且严重削弱了 P/E 倍数表示价值的能力。[21]

最后值得一提的是另一种特性，它是每股收入不稳定的必然结果。价格与收入比率是用 P/E 乘以当前收入，作为使用这一比率基础的根本价值具有极高的不稳定性。结果，P/E 倍数并不具有我们在讨论第四种检验方法时所提及的简单特性，即高估或者低估指标应当随着股票市场的涨落而上升或者下跌。

结论：

P/E 倍数是股票市场的价值指标

表 22.1 总结了 P/E 倍数在我们四项检验方法中的表现（当然还包括收益的表现）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 22.1

P/E 倍数和任何价值指标的四种主要检验方法

检验方法	P/E 倍数
1. 可衡量吗?	是，但是利润数据可能值得怀疑，并且 P/E 倍数的适当值不可靠。
2. 可进行平均回复吗?	是。
3. 具有经济意义吗?	只有当西格尔常数是真正的常数时。
4. 能够大体预测未来股票收益吗?	否。信号不准确，甚至有时与事实恰恰相反。

注解:

14. 经济学家和会计师由于缺乏相互理解，甚至互不信任，互相对立，所以，在这个问题上，我们的观点或许不能说是完全不偏不倚的。
15. 第 16 章提到的刊登在《福布斯》(1998 年 5 月 18 日) 上的一篇文章总结了安德鲁·史密斯和同事丹尼尔·默里就该问题的研究成果。
16. 请注意，其他问题，尤其是夸大通货膨胀的倾向，也更难以让人看清局势。
17. 如果我们使用几何平均值，它们应当完全相等。
18. 注意，高于平均值的走势比低于平均值的走势显然更易于走向极端。这是因为我们在图中没有采用对数衡量方法。在均衡程度上没有这样不对称的。
19. 我们将在第 27 章中详细讨论这一问题。
20. 在电子附录中，我们列出了更多的检验方法来支持这一结论。
21. 注意，在逻辑上，若有明确迹象表明任何比率具有平均回复性，这意味着比率中至少一项内容比另一项内容更具有预测性。原则上讲，这样的情形是存在的，因为对于股票价格和收入来说，两者有时都具有预测性，只不过没有规律罢了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第23章 调整后的价格-收益倍数（亦称本益比）

P/E倍数如此广泛地应用于价值评估，以致于我们能够非常自然地找到解决上一章里所发现的问题的方法。方法主要有两种：一种是对未来收益进行预测；另一种是对收益进行调整以应付经济的周期性涨落。

“预期P/E”倍数

第一种方法的结果是调整后的P/E倍数，亦即人们通常所说的“预期P/E”。第一种方法广泛地为股票经纪人所使用。毫无疑问，这种方法与其目的非常吻合，其目的就是出售股份。由于利润预测是纯主观的，因此，由此得出的“预期P/E”也是纯主观的。正因为如此，对于制订客观的价值标准而言，“预期P/E”也没有任何益处或用处。因此，我们不能完全像对待其他具有竞争力的价值指标那样对待“预期P/E”。

现在我们暂且先来了解一下股票经纪人为什么喜欢“预期P/E”而不喜欢常用方法（通常，在此类对比当中，常用方法是指“历史P/E”，而人们通常是以一种贬低的态度使用这一术语的，就好像历史——或换句话说，真实——是极为不利的因素一样。）的明显原因吧。这个原因就是，“预期P/E”几乎始终都是较低的，而且也因此可以解释为显示较好的价值，如

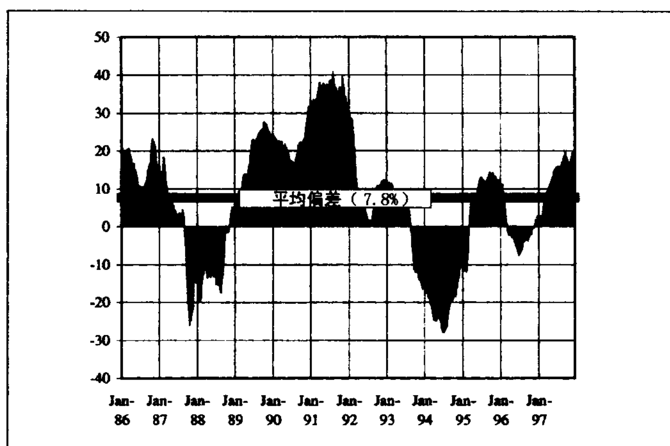
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果您不是看得很重的话。但是，这里却有两个非常明显的原因可以解释为什么较好的价值的表面印象完全是虚假的。

第一个原因是股票经纪人都很自然地趋向于以乐观的态度来预测未来。这一点反映在图 23.1 当中。我们是在得到准许之后，从 Sushil Wadhwani 的最新研究报告中获得此图的。此图表明，即使在最近几年里，当利润没有遭受任何重大挫折的时候，经纪人的预测通常比实际结果平均高出 7.8%，有的时候甚至更高。[22]预测每股收益中持续向上的偏差意味着在“预期 P/E”倍数当中的持续向下的偏差。

图 23.1

股票经纪人的收益预测中的向上偏差



“预期 P/E”低于“历史 P/E”还有第二个原因（尽管通常并不那么重要）。即使股票经纪人的预测通常比较准确，“预期 P/E”也要低于“历史 P/E”。大家稍微想想就能明白为什

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么。正如过去的 50 年一样，如果每股收益随着时间的推移，通过适当的实际增长和有时并不适当的通货膨胀的混合形式而增长，那么，来年的平均收益总是会高于今年的收益。因此，即使进行没有任何偏差的收益预测，“预期 P/E”也将低于“历史 P/E”。

如果我们把这两个因素都考虑进去，那么，与“历史 P/E”相比，我们就可以非常容易地使“预期 P/E”出现相当数量的降低。在过去的 50 年里，每股收益的实际增长和通货膨胀平均为 4%左右，每股收益按美元计算的平均年增长率为 8%左右。除此之外，如果经纪人的预测出现 15%的偏差（考虑到如下事实的话：这些预测在它们需要看涨的时候——也就是说，收益低或 P/E 倍数高的时候——最看涨。），那么，预测收益将比当前收益高出大约 25%，而“预期 P/E”也将相应地随之降低。对于一个只是被“适当地”高估了的市场而言，这也许足以完全消除过高估计。

对于股票经纪人而言，不幸的是，即使对每股收益增长最乐观的预测也无法抵消 P/E 倍数在过去的最近一段时间里所显示的过高估计的程度，因此，“预期 P/E”最近一直不为人们所看好。然而，当市场跌至一个最为合理的水平的时候，毫无疑问，它将在适当的时候重新出现。

周期性调整后的 P/E 倍数

第二种方法涉及如何调整 P/E 倍数以便顾及到我们在前一章里所讨论的利润的周期性波动。由于这种方法具有如此巨大的潜在意义，因此，我们必须对它进行更为全面的考虑。

如果我们有可能调整当前收益以便消除周期性波动这一因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

素，并显示其真正的潜在水平，那么，我们应该可以看到，从这些调整后的收益当中得出的P/E倍数将提供一种测量股票市场价值的有效方法。为了说明其原因，我们首先可以假设，我们可以进行此类调整。这样做的优势就是，允许我们暂时忽略在其中有可能这么做的各种不同的方法。我们因此可以把我们常用的四项测试应用于周期性调整后的P/E，但是，在本章，为了简化争论，我们不必按通常的顺序来进行这四项测试，可以把可计算性测试放在最后进行。

测试二：
周期性调整后的P/E倍数能够平均回复吗?

当我们还没有讨论如何实施周期性调整这一问题的时候，要回答这个问题似乎并不容易。但是，实际上，我们却可以通过一个简单的逻辑应用来回答这一问题。如果未经调整的P/E倍数能够平均回复，那么，经过周期性调整后的P/E倍数必将也能够平均回复。因为我们已知道我们能够为前者找到非常有根据的历史证据，因此，后者也就自动成立。

原因非常简单。如果我们考虑的是周期性调整这个概念，那么，非常明显的是，任何此类调整，无论如何实施，其结果都将在一个完整的经济周期里相互抵消。因此，如果收益在经济衰退的时候减少了，那么，周期性调整将提高调整后的收益。但是，如果收益在经济繁荣的时候急剧上升，那么，周期性调整又可以降低调整后的收益。在整个经济周期当中，所有调整的结果将相互抵消，因此，在整个周期当中，平均实际收益应等于调整后的平均收益。惟一不同的是完成整个周期的途径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以对经济分析局（BEA）对大多数经济数据所进行的季节性调整的过程进行非常有用的类比。例如，实际（未经调整的）GDP 在冬季始终疲软，因为在此季节，一些季节性活动，如建筑施工和农业项目，都处于较低水平。BEA 提供了供季节性调整后的 GDP 所用的数据以便让人们更准确地了解全国产出方面的潜在运动。但是，季节性调整后以及未经调整的 GDP 的年数字必须而且应该是相同的：只是每个季度的运动轨迹有所不同。

当然，与季节性调整所进行的类比同样显示了相当大的不同。每个人都知道一年有多长，但是，要弄清楚某个特殊经济周期有多长却要困难地多。然而，尽管会有许多特殊的困难（在后面的章节，我们将回过头来讨论），周期性调整的结果将相互抵消这一基本原则却是不可避免的。[23]

任何随着时间的推移而相互抵消的东西从定义上讲都必须能够平均回复（平均值为 0 或 1，取决于调整是按美元计算还是按比例计算）。实际 P/E 倍数与任何经过周期性调整后的 P/E倍数之间的差别因此也能够平均回复。如果增加或乘以两个平均回复系列，那么，结果仍然可以进行平均回复。因此，如果未经调整的 P/E 倍数具有平均回复性，那么，经周期性调整后的 P/E 倍数也应该具有平均回复性。

测试三：经周期性调整后的 P/E 倍数能成为具有经济意义的价值指标吗？

由于周期性调整必将随着相当长一段时间的推移而相互抵消，而且，价值的经济逻辑依据也只能在相当长的时间里站得住脚，因此，从总体上讲，经周期性调整后的 P/E 倍数的经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

济案例的优点与弱点应该与未经调整的 P/E 倍数的优点和弱点是相同的。因此，从总体上讲，这个案例比股息收益强，而比 q 要弱。然而，我们将在第 26 章看到，如果周期性调整是以“理想”的方式进行，那么，经周期性调整后的 P/E 倍数也将得出与 q 完全相同的价值指标。一旦以这种方式进行周期性调整，P/E 倍数从原则上讲可以被视为 q－等量（q－equivalent）。

测试四：周期性调整后的 P/E 倍数能告诉您有关未来股票收益的任何事情吗？

我们仍可通过运用逻辑来回答这个问题。如果能够进行适当的周期性调整，那么，周期性调整后的 P/E 倍数就可以反映有关未来股票收益的一些事情。一旦进行了调整，每年的收益将相当缓慢地向前移动，而且按实际计算通常都略高于前一年的收益。这样马上就可以解决我们在前一章里考虑实际 P/E 倍数时所遇到的一个问题，即收益波动太大。因为正如我们所看到的那样，周期性调整后的 P/E 倍数必须能够平均回复，因此，周期性调整后的收益也必须是平稳的，这也就意味着平均回复将通过股票价格的变化而实现。

然而，请注意我们使用的是条件句式。因为当我们把周期性调整后的 P/E 倍数作为非常有用的概念的同时，我们实际上把可以找到其最初、也是最致命的弱点的测试留在最后进行。这主要是可计算性的问题。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测试一：周期性调整后的 P/E 倍数能提供可以计算的价值指标吗？

我们现在需要解决前面搁置下来的那个问题，这个问题就是：应该如何进行周期性调整？直到目前为止，我们一直假设，无论如何进行调整，调整必须明确满足我们的主要条件：周期性调整必须消除因经济衰退和经济繁荣所造成的在收益方面出现的易变性，而且，更为重要的是，周期性调整必须在整个周期内达到相互抵消的效果。一个小问题就是，为了进行适当的周期性调整，您必须具备看穿未来的能力。

在考虑上一项测试的时候，我们说过，周期性调整后的利润预计将随着时间的推移而逐渐增加。但是，这又提出了另一个问题：为什么会增加以及会增加多少。我们暂且先不对此问题进行全面的探讨，直到我们在第 26 章里讨论“q－等量”时才会对这个问题进行讨论。然而，我们却只有在您能够看穿未来的情况下，才可以对如何很好地回答会增加多少这个问题进行粗略地探讨。

用最简单的话说，如果利润受经济状况的驱使，那么，我们必须清楚两件事情：第一，经济是与其长期潜力相关的；第二，利润受此影响的程度有多大。当我们回顾以往的经济繁荣和经济衰退的时候，我们至少可以非常有理由地通过事后利益来试着回答这两个问题。例如，我们通常可以在事件之后找到产出的转折点，同时，当产量比可能的结果低 1% 的时候，运用好几种方法来寻找与其趋势相关的平均数，例如，这个平均数可以是利润下降的平均数。但是，在事件之前，如不考虑事后利益，要回答这个问题就更加困难了。我们或许可以回顾最

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近出现的转折点，无论它是上一次经济衰退的波谷还是上一次经济繁荣的波峰，但是，我们根本没办法知道下一个转折点会在什么时候出现，或以什么水平出现。由于周期性调整从本质上讲，始终是一个使波峰和波谷达成平衡的过程，如果我们只掌握其中的一个因素，那么，我们无法达成这种平衡。

当然，这一点会遭到强烈反对，尽管我们的反对从原则上讲是正确的，但是，我们的反对却太纯粹了。可以肯定，通过对未来可能发生什么进行合理的规划，周期性调整完全可以实现。当我们对无法对 q 进行计算的市场进行评估的时候，这样做也许是最好也是惟一的办法了。但是，如下事实是无法避免的：任何此类方法必须是非常主观的。在任何时间，一个人有可能决定进行大规模的周期性调整，而另一个人也可能选择进行小规模的周期性调整。这两个人也许都能找到非常合理的理由来证明自己的方法更好，但是，却没有任何客观的方法来对这两种方法进行区分。惟一客观的测试就是历史，但是，当一切都已决定了的时候，用历史来测试又太晚了。价值需要客观性。

不过，在第 26 章，我们将看到，有一种方法可以避开可计算性问题。我们可以在无需看穿未来的情况下对收益进行周期性调整。但是，如果按这种方法做了，那么，周期性调整后的 P/E 倍数实际上就完全取决于收益了，并只能成为 q 了。

股息收益能否被视为周期性调整后的收益率？

在我们结束本章之前，值得提一提另一项解决这个问题的建议。这个建议就是，实际上，我们可以把股息收益视为收益率的周期性调整后的版本，也就是周期性调整后的 P/E 倍数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此处建议的原理就是，参与公司收益的周期性调整的最佳人选是那些管理着该公司的人。

我们都知道这样一个既定事实：股息明显地比收益更平稳。这个方法建议：管理人员能够使股息保持平稳，因为实际上，他们希望对股息进行周期性调整。因此，如果收益下降，公司通常会维持其股息不变——假设收益会反弹。实际上，他们是在以特定的支付比率来为周期性调整后的收益支付股息。

这种方法自然有其吸引人的地方，但是，它同样存在着一个致命弱点。它最吸引人的地方是，尽管管理人员不需比其他人更能看穿未来，但是，他们却必须对与其公司相关的现在和最近的过去更了解。因此，他们进行周期性调整的方法才可能拥有一些优势。[24]但是，其致命弱点却是，为了推断管理人员对周期性调整后的收益的实际假设是什么，我们还需知道他们假设的支付比率是多少，而我们却并不知道。

如果我们清楚地知道支付比率能够平均回复，那么，我们就可以不必把其平均值假设为一个适当的值。但是，正如图 21.2 所显示的那样，支付比率并不能够平均回复。实际上，由于我们已知道，P/E 倍数和所得收益都能够平均回复，因此，我们现在可以知道为什么股息收益能够平均回复的惟一解释就是：支付比率不能平均回复。[25]实际上，从原则上讲，根本没有理由能解释为什么它应该能够平均回复。因此，从不同的角度来看，我们又回到了我们当初拒绝把股息收益视为价值标准的两大根本原因。

了解这层联系不仅能深入了解作为评估股票市场的备份基础的收益与股息之间的联系，而且，我们在第 26 章里还将了解到，如果我们能够解决如何了解适当的支付比率这个问题，那么，如果理想地经过周期性调整后的 P/E 倍数与 q 等量，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，股息收益也将与 q 等量。

结论：调整后的 P/E 倍数可以作为一项股票市场价值指标

本章介绍了调整 P/E 倍数的两种方法："预期 P/E" 以及周期性调整后的 P/E 倍数。只有第二种方法值得重视。

我们介绍了 "预期 P/E"，这种方法只是对收益进行粗略的预测。就其能否帮助股票经纪人出售股份而言，把它作为一项价值指标是可以进行很好的说明的。但这种方法没有其他优点。

表 23.1

周期性调整后的 P/E 倍数以及对任何一项价值指标进行的四项测试

测　试	周期性调整后的 P/E 倍数
1. 它是否可以计算?	总体而言，不可以。
2. 它能否平均回复?	能。
3. 它是否具有经济意义?	总体而言，只有当西格尔的常量实际保持不变的时候才具有经济意义。
4. 它是否能告诉有关未来股票收益的任何事情?	如果您能对其进行计算，它就能够做到这一点。

表 23.1 总结了更为合适的备份方法的性能，这个方法就是与我们的四项测试相关的周期性调整后的 P/E 倍数（当然，此处是指周期性调整后的所得收益）。该表只是提醒大家应注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

意如下事实：作为一个分析概念，只要我们能够对周期性调整后的 P/E 倍数进行计算，它确实能够解决未经调整的 P/E 倍数所遇到的大多数问题。

注解：

22. 本图中的数字出自 Sushil Wadhwani 的图 4："美国股票市场和全球经济危机"，《全国协会经济评论》（1999 年 1 月）。本图显示的是 IDES 头 12 个月收益预测与实际结果之间的差距。
23. 当然，这样并不能阻止试图避免相互抵消的许多尝试。股票经纪人经常在周期性的经济衰退当中把收益向上调整，但是，（我们可以心不在焉地假设）却忘记了在经济繁荣时期进行抵消性的向下调整。美国总统的助手们对 GDP 和税款收入就采取了与上述完全相同的做法。
24. 我们应该指出经济学家经常提出的这一方法或许有过度谦卑的表现，但反过来也许是对那些过分夸夸其谈的所谓专业性思想是一个反击。管理者们或许对这些有足够的了解。但是，与经济学家相比，要分析整个经济现象时，他们又处于不利地位。如何权衡有利和不利全靠人们自己猜测。
25. 正如我们前面指出，支付比率可以表示股息收益和收益率之比。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第24章　收益率与收益差异

做一些小小的放松

我们在下一章将讨论q是如何与我们的测试相配合这个严肃问题，而在这之前，我们暂且停下来先做些有趣的事情吧。本章将对一组没有什么特殊区别的评估指标进行介绍，与我们到目前为止所介绍的那些评估指标相比，无论您选择什么特殊的版本，它们都不会有太明显的区别。[26]这些指标都未能通过我们的所有四项关键性的测试。

如果这些指标不是应用的如此广泛，我们也就没必要花太多的精力来讨论它们。但是，我们对其进行讨论的这个过程至少能让我们做一些小小的放松。

股票经纪人喜欢的评估指标

在寻找衡量价值的过程当中，股票经纪人喜欢的评估指标中最近流行的方法就是把股份与债券进行对比。这种对比有各种各样的方式。但是，它们却有很多共同点，而且，我们经常在虽然不全面但却常用的收益率的名称下引用它们。从经济学的角度来看，它们确实相当怪诞，因为由于它们缺乏有效性，因此，我们可以随时从实用或理论的角度来对它们进行探讨。在某些方面，就此原因而言，它们更为有趣。它们也许是被股票经纪人最为广泛使用的价值标准，金融记者也常常引用这些指标，而且不对它们的缺点带任何明显的轻视或明显地意识到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了它们的缺点。由于经济学家和股票经纪人为股票市场引进了各种不同的方法，因此，讨论收益率也就将成为这些不同方法的一个突出而且相当有趣的范例。

迄今为止我们所能知道的是，这种类型的第一个比率就是债券收益与股息收益之间的比率，据称该比率对于评估股票非常有用。例如，S&P 综合指数就对长期国库券收益和平均股息收益进行了对比。比如，如果该比率小于 2，那么，这就表明股票是很廉价的。然而，在最近几年里，这一比率有趋向表明，股票市场非常昂贵，而且有迹象表明这一比率将变为债券收益与收入之间的比率，或变为收益而非比率方面的差异。由于这些指标反过来表明股票非常昂贵，因此，流行的方法又一次发生了变化。目前的趋势就是，当增加一些假设是非经常性[27]的支出之后，对预期收益进行对比。及时引入证据观点是非常有用的，因为人们可对预测和调整进行改变以确保股票市场绝不会出现过高估价的情况。

实际上，从股票经纪人的角度来看，这就更加突出了收益比率的特殊魅力——也就是说，利润和利率有朝同一方向运动的趋势。在经济强劲时，利润呈强势上升趋势，利率也随之增长。在弱势经济当中，则正好相反。使用收益率的股票经纪人因此会获得一些好消息用于出售股票。

尽管收益率对股票经纪人具有明显的吸引力，但是，财经新闻界对它们的接受程度却有点怪诞，财经新闻界认为这些收益率明显地不起作用。现在要问的就是，为什么会出现如下想法以及如下想法又是如何形成的呢：在有那么多的反面证据的情况下，收益率可以提供一种对基本价值进行计算的方法。

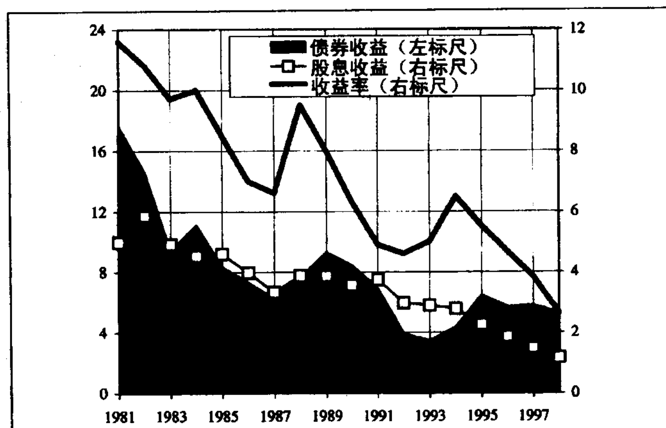
债券收益率变得如此流行的主要原因非常简单，那就是，20 世纪 80 年代和 90 年代的牛市带来了通货膨胀的下降并因此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而带来了名义利率的下降。正如图 24.1 所显示的那样，通过使用来自这一阶段的惟一数据，人们可以断言，下降的债券收益与下降的股息和收益率（并因此提高了 P/E 之比）之间存在着某种关系。因此，人们也热衷于认为，下降的通货膨胀非常有利于股票价格。现在甚至出现了一条对这种关系进行解释的新理论。人们有足够的理由认为，较低通货膨胀意味着较低名义利率。较低的名义利率将增加当今按美元计算的未来支付的价值。如果您的股票在一年的时间里有可能获得 100 美元，那么，当利率低的时候，您可以出售这些股票，从而获得比利率高时更大的收益。这种观点仓促地断言，利率和通货膨胀下降的结果是，未来收益在今天更具价值。

图 24.1

债券和股本收益是朝同一方向运动的吗？（1981 年～1998 年）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

把这一观点与在从1950年至1968年这前20年的牛市当中人们以同样热情普遍所持的真正的反面观点相比，其最荒唐的一面就会最充分地展现出来。正如图24.2所显示的那样，在此阶段，通货膨胀上升，而且，在上升的债券收益与上升的P/E之间也同样存在着某种偶然的相互关系。值得注意的是，从统计学的观点来看，在这一较早阶段，与债券收益率完全相反的证据实际上比在其后一阶段支持前面所说的新理论的证据要更充分。在50年代和60年代，当股票市场、利率、以及通货膨胀同时增长的时候，人们都认为通货膨胀也有利于股票价格。用于支持这一观点的理论是，通货膨胀可以刺激未来收益，而且，由于未来收益会更高，因此，今天的股票也更具价值。

当然，在实践当中，这两种相互矛盾的理论没有一种站得住脚。从名义上讲，通货膨胀将使未来利润和利率同时增长。其结果就是，两种因素相互排斥，因此，无论通货膨胀率上升还是下降，对股票的基本价值来说，这种相互排斥作用没有什么不同。

对于用选择数据来支持您希望提出的案例而非使用数据主观地发现真理而言，与债券收益或通货膨胀相关的评估股本的统计案例是一个非常好的例子。换句话说，这就是数据挖掘（data－mining），我们在第20章对此发出了警告。如果您先看看图24.1，您将会发现，当使用所有可用信息的时候，债券收益与股息收益或P/E倍数之间实际上不存在任何相互关系。因此，理论上的期望值来源于实践。

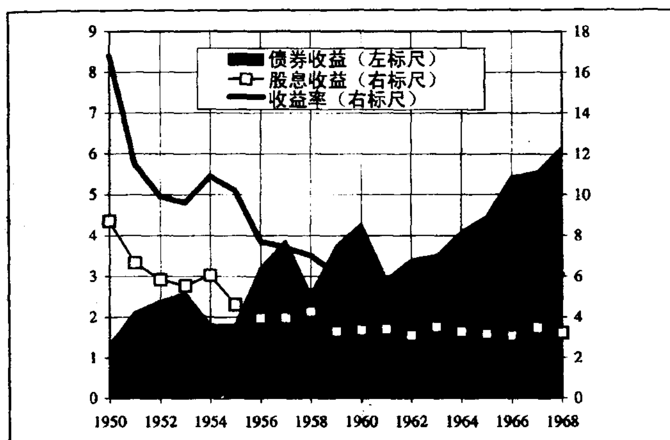
我们在本书一开始的时候就注意到了经济学与股票经纪人经济学之间的差别。经济学家在面对理论与证据之间冲突的时候放弃了自己的理论。而股票经纪人则放弃了证据。债券收益率是一个最好的例子。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出于完整的目的，我们现在简要地介绍一下与我们的四大测试相关的收益率吧。

图 24.2

债券和股本收益是朝相反方向运动的吗？（1950 年～1968 年）



测试一：收益率和相关指标能否提供一项可以计算的价值指标？

不能。当我们考虑收益率和相关指标的时候，进入考虑范围的惟一的新因素就是长期利率，我们可以对这个利率进行一些精确的计算。然而，当我们在股息收益的案例中发现，只是拥有一些可以进行计算的东西并不意味着可以对相关的价值指标进行同样的计算，或进行真正意义上的计算。我们在本章一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始就注意到，在某些时候，债券收益与股息收益之间的合适比率被视为2。我们同样注意到，这一特别数字如今已不为人们所喜爱了——它也应该不为人们所喜爱了，因为既没有统计的也没有经济的案例可以说明任何特别数字。没有了这一关键数字，人们甚至无法开始用收益率来提供一项价值指标。[28]

测试二：收益率和相关指标能平均回复吗？

不能。在收益率的历史上，最为明显的特点之一就是，它们显然不能平均回复。这一点是毫无疑问的。而且，这一点也没有什么可以奇怪的。图24.3通过介绍最常用的定义，即债券收益与股息收益的比率，对此证据进行归纳。对于此类型的所有备份的计算而言都将出现类似的情景。

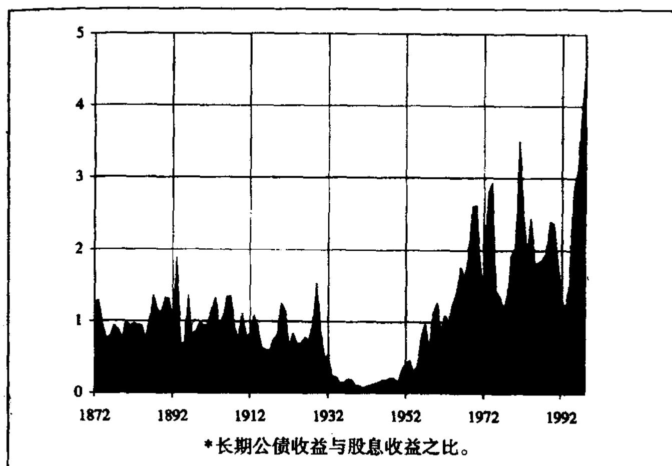
表24.1有助于解释为什么。该表对各种不同时期的平均债券收益、股息收益和收益率进行了对比。我们早已指出，收益率能平均回复，而且，甚至股息收益也显示了某种程度的稳定性。这确实是这两者作为潜在的价值计算标准所具有的主要吸引力之一。然而，平均债券收益却非常不稳定。它们随着通货膨胀出现巨大的波动，在过去的30年里，它一直远高于之前的各个阶段。股票经纪人喜欢债券收益率而非股息收益或收益率的最近趋势也因此使它们喜欢一些最明显不起作用的东西而非一些虽不完善但却表明更为有用的东西，即使面对我们在前面各章里所提出的反对意见也是如此。

正如图24.3所显示的那样，可以从这些数字当中得出的收益率根本不稳定。在过去的30年当中，平均比率也非常不同于之前的各个阶段，而这其中的不同是与通货膨胀的不同水平相关的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 24.3

收益率（1871 年～1997 年）*



*长期公债收益与股息收益之比。

表 24.1

收益率神话

1871 年～1997 年		相互关系系数	
债券收益与收益率		0.08	
债券收益与股息收益		－0.13	

时间段	平均通货膨胀率	平均股息收益	平均收益率	平均债券收益
1871 年～1997 年	2.1	4.8	8.1	4.9
1928 年～1948 年	3.1	5.2	7.6	1.6
1948 年～1968 年	1.7	4.6	8.6	3.2
1968 年～1997 年	4.7	3.9	8.2	7.9

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测试三：收益率和相关指标能否成为具有经济意义的价值指标？

毫无疑问，不能。为一些使用收益率的人士辩护，应该说，这种尝试至少在某些时候是建立在一些想法的基础之上的，尽管这些想法是错误的，而且，这种比率从理论上讲是可以证明的。在这种尝试所具有经济理由的范围内，收益率的使用是建立在股息贴现模型的使用基础上，或更确切地说，是建立在股息贴现模型误用的基础之上的，我们将在第 27 章对此模型进行更为全面的介绍。[29]然而，通过更细致的介绍，我们将发现，收益率无法为股票市场价值提供任何指导作用这一事实是没有什么可以奇怪的，因为它们没有任何经济基础。实际上，如果它们有任何经济基础，那么，那将是一个沉重的打击。这是因为股票代表的是对实际资产的所有权，而债券提供的只是名义上固定的一项收入。因此，至少从长期来看，股票可以为通货膨胀提供债券所无法提供的某种保护。通货膨胀方面的变化也因此将导致利率的涨落，但是，人们没有理由期望此类波动会影响股息或收益率。因此，债券收益与收益率或股息收益之比将因通货膨胀的不同而不同，通货膨胀高的时候，这一比率也高，反之亦然。实际上，理论可以正确地预测将发生什么。正如图 24.3 所显示的那样，通货膨胀低的时候，长期国库券收益与股息收益之比也低，但是，在二战之后的通货膨胀更为严重的时期，这一比率却稳固地上升。

在最近几年里，美国政府发行了保值公债（indexed -

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

linked bonds，也称与指数联系的公债)，这些公债将保证实际意义上而非名义上的利息和本金。投资者收到的付款与消费价格指数的变化息息相关。保值公债与股票收益之间的对比不会受到通货膨胀的影响。然而，收益率却不能通过用保值公债收益取代传统债券而被认为是可以使用的，因为未能顾及到通货膨胀并非其惟一的逻辑缺陷。由于即使没有这些额外缺陷，收益率也仍没有任何经济基础，因此，我们在此就不必对它们进行讨论了。但是，在第 27 章，当我们讨论股息贴现模型的时候，我们将对此问题进行简要的探讨。

测试四：收益率和相关指标能告诉我们有关未来股票收益的任何事情吗？

不能。我们只需运用逻辑就可以回答这一问题。我们在第 20 章看到，任何指标的平均回复是其在股票市场评估过程当中有用的一个必要但却不是充足的条件。收益率根本无法满足必要条件，因此，它们也不可能满足充足条件。

结论：作为股票市场价值指标的收益率及相关指标

表 24.2 本身就能很好地说明一切。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 24.2

收益率及相关指标，以及适用于任何价值指标的四大测试

测　试	收益率
1. 它是可以计算的吗?	不。
2. 它是否平均回复?	不。
3. 它是否具有经济意义?	不。
4. 它是否能告诉有关未来股票收益的任何事情?	不。

注解：

26. 我们非常感谢史密瑟斯股份有限公司的丹尼尔·莫里，我们在本章使用的一些材料都是从他那借来的。
27. 有关预测收益的问题，请参看前一章的讨论。
28. 这是可计算性与平均回复两大测试之间联系的另一例子。如果收益率平均回复，那么，就会出现如下情况：可以选择与其平均回复的数字。但是，由于它不能平均回复，因此，正如我们所看到的那样，就不会出现上述情况，相应地也就不会出现这样的数字了。
29. 著名的经济学家弗朗科·莫蒂格利安尼和他的同事于 1979 年非常有预见性地提出了股息贴现模型有可能被以上方式误用的可能性。请参见《金融分析杂志》第 35 期（1979 年 3 月至 4 月）第 22 页至 44 页由莫蒂格利安尼和科恩合作的“通货膨胀、合理评估与市场”一文。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第25章　公司净资产和q

重说案例

假设q是本书的核心，那么，有点令人奇怪的是，本章实际上将比前面有关未能通过一项或多项测试的指标的一些章节短小些。这是因为我们已在本书的各种不同阶段对所需的所有基本内容进行了探讨。本章的主要目的不是进行自我重复，而是向大家介绍我们在前面所说的内容是如何与整个框架相融合的，我们是如何根据此框架对其他指标进行测试的。

因此，我们也将像对待其他备份指标一样，通过了解q如何接受四项测试来不断地深入下去。在并不完美的环境当中，即使q也会遇到一些问题，对于这些问题，我们将开诚布公。不过，我们认为，您将不会惊奇地发现，面对我们的四项测试，q确实比其他指标表现得更好些。

如果您是一位比较挑剔的人，那么，您也许会怀疑，这是因为我们操纵了测试，目的是为了获得预期的结果。对此，我们的反应有两点：一、请您考虑一下，测试本身是否存在什么缺陷；二、提请您注意，这四项测试是我们在试图获得评估股票市场的满意方法的亲身实践当中总结出来的。在史密瑟斯股份有限公司运营的10年当中，我们把股息收益、P/E倍数、以及周期性调整后的P/E倍数视为可能的价值指标。我们承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

认，我们甚至考虑过收益率。所有这些计算方法的缺陷使得我们去考虑 q，并使我们得出如下看法：q 才是需要考虑的最佳所在。它还使我们回过头来考虑那些备份指标并试图弄清楚它们到底错在哪里。在这一过程当中，我们总结出了这四项测试。我们并不是因为 q 满足了这四项测试而总结出了这四项测试。我们之所以对 q 非常满意是因为它通过了这些测试。

测试一：q 是一项可以计算的价值指标吗？

正如我们所注意到的那样，可计算性的明显而简单的特征代表着一些令人惊讶的巨大挑战，q 也不例外。实际上，反对 q 作为一种计算方法的意见也许是最没有根据的。这些反对意见不足以使证据无效，但是，我们还是对这些反对意见的可取之处进行了认真的考虑。因此，我们将把本章的大部分篇幅用来讨论这些反对意见。

当我们考虑 1998 年年底美国股票市场被高估的一些不确定性时，我们早在第 15 章就提到了这一问题的两个方面。不确定性有两种：q 平均回复的确切价值的不确定性，以及数据可靠性的不确定性。实际上，不确定性的这两种形式之间的关系是非常密切的。如果我们能够充分相信数量的质量，那么，就不会存在对 q 平均回复的价值的不确定性。q 只是对完全相同的东西——亦即公司净资产——的两种不同的评估比率。如果这些评估不同，那么，对套利的刺激将始终存在，因此，最终它们将被推向平均相同。结果，如果我们可以对 q 进行适当的计算，那么，它将拥有一个平均值 1。

在并不完美的统计学当中，经过计算，q 的平均值不是 1 而是大约 0.65。这个数字看来似乎有很大的差别，但是，出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于各种原因，它绝不会像它可能表现出来的那样令人担忧。

第一个原因是，如果您接触过经济统计学，那么，您会清楚，0.65 实际上非常接近 1。它不像 0.03 或 42.6 那样离 1 很遥远。例如，由于比较统计学家可以用两种不同的方法对贸易赤字——进口与出口之间的差额——进行计算，所以，在这里我们不需要担忧细节。关键一点是，在不同的计算方法之间毫无例外地都会出现“统计差异”，在某些时候，这种差异会像被计算的贸易赤字本身一样大。然而，重要的一点就是大家必须清楚，尽管事实上统计学家知道贸易赤字的计算结果只有一个是真实的，但是，差异依然存在着。为此原因，如果一项计算被证明高于另一项，那么，统计学家们通常会尽各种努力来试图对二者进行“调和”，但不管怎么样，结果仍会存在差异。当然，这一调和过程实际上涉及寻找降低“过高”计算以及增加“过低”计算的原因。虽然，这当然也属于数据挖掘，但是，至少它的意图是好的，因为贸易赤字的计算结果只有一个是真实的这一前提必须是正确的。

如果对贸易赤字进行计算的统计学家被永久地排斥于对贸易赤字进行备份计算的统计学家之外，而且，他们彼此不知道对方的数字，那么，您可以确信，他们之间的差异会更大些。但是，这实际上正是 q 数字得出来的那一种方法。最重要的元素 q——非金融资本净值的市场价值——是由联邦储备银行董事会的统计学家们得出来的。显然，公司资产净值数字当中引进的最为重要的元素就是对公司部门的有形资本股票的评估。这些数字是由经济分析局的分析家们得出的，这些分析家们所担心的是数据处于完全孤立的状况。他们当然并没有试图在很长的时期内按平均来匹配联邦储备银行的数字，虽然人们都希望这样。当然，在许多方面，这种非常独立性是一项巨大优

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

势，因为它意味着，统计学家们根本没有什么动力去进行任何形式的数据挖掘。但是，人们因此也不必惊讶，这些数字多少还是不一致的。

第二个原因是不必过多地考虑如下事实：经计算，q 的平均值不是 1。人们可以非常轻松地知道，为什么非常重要的错误计算形式将导致这一结果的出现。

在比率的两个元素当中，作为分子的资本净值的市场价值是经过合理计算而获得的。因此，主要问题在于作为分母的那个元素。如果比率本身平均低于我们的预期，这就意味着资产净值被系统性地高估了。也许最可能的解释在于资本股票的计算。这里也不是花很长的时间来讨论生成资本股票数据的方法论——经济学家和统计学家们长期以来一直在就此问题进行争论——的地方。简而言之，要计算资本股票有两大问题。第一个问题是，您绝不可能直接计算资本股票，您只能计算资本股票的变化。在某些时候（尽可能往回走），统计学家们只能猜测资本股票的水平，在此水平上，他们可以进行增加；或者，在此水平，他们可以进行更好的计算。第二个严重问题是，如何计算资本贬值的比率。

第一个问题很可能导致资本股票被系统性地错估，因为如果统计学家们最初得到它的时候就是错的，那么，其后的数值很可能被影响数年或数十年。 但是，我们不得不承认，这个问题同样可以导致低估或高估。因此，一方面它从总体上更有可能导致对 q 的错估，另一方面，它也并不意味着任何低估的可能性。

第二个问题，亦即贬值的那个问题，更有可能导致低估。当统计学家考虑贬值时，他们实际上是在问要花多长时间，一定形式的资本——无论是机器、计算机或建筑物——才会变得

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

没有任何用处。例如，如果某特定物品将持续 10 年时间，那么，他们通常每年将使该资产贬值其最初价值的 1/10。考虑到他们在计算资本股票时的主要目的，亦即，计算国家的生产力，那么，这是完全有理由的。但是，还有一个更好的经济方法。通常，人们不是在资本资产被磨损掉的时候取代它，而是在其不再产生利润的时候取代它。经济贬值的发生快于统计学家们所计算的贬值。由于整个 q 想法是一个经济概念，因此，对 q 进行理想计算将使用经济贬值。但是，如果资本贬值太慢，那么，这必然意味着，资本股票被系统性地高估了。

“系统性”一词是非常重要的。它提供了我们为什么不太担心 q 的平均值不是 1 这个事实的第三个原因，也许这是最重要的原因。如果您的手表总是快 10 分钟，那么，一旦您计算出了手表所显示的数字上的偏差，您就可以不费力地弄清楚准确的时间。这一点同样适用于 q。如果没有近一个世纪的事实表明，q 在一个相当持续的基础上被错估了，那么，我们会对错估更加担心。

当然，能说明这一点的证据就是与第二项测试有关的 q 的性能，我们将对第二项测试进行简短地探讨。正如我们早已在前面的各章中所表明的那样，有充分的证据表明，q 能平均回复。如果错估不是建立在一个相当有规律的基础之上，那么，要做到这一点是不可能的。错估多少使问题复杂了些，因为考虑到“真正的” q 的平均值必须是 1，我们实际上需要对平均计算误差进行估计。但是，正如我们在第 15 章所看到的那样，考虑到近 100 年的数据值，我们可以对偏差的程度进行很好的估计。

由于 q 未被系统性地充分记录，因此，高估不是由 q 是大于还是小于 1 来显示，而是由它是大于还是小于其平均值来显

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示的。当然，当市场被严重高估时，正如其自 1997 年以来的那样，那么 q 高于其平均值。但是，1998 年底的 q 值大约为 1.5，这并不意味着，在这个时候，市场“仅仅”被高估了 50%。如果进行比较的基准数字为 1，那么，看一看第 15 章，您就会认为，美国股票市场在 20 世纪的大部分时间里被低估了。这一点也不能讲得通。因此，它是与大约为 0.65 的平均值所做的比较，这使我们得出了第 15 章所做的结论：到 1998 年底，华尔街被大约高估了 2.5 倍。

这也不是我们要对计算问题所做的最后提示。事实证明，我们所遇到的对 q 的许多批评实际上只是对计算的担忧。因此，在第 30 章，我们将对一些特别的批评以及一系列人们经常提出的担忧进行探讨。

测试二：q 能平均回复吗？

我们通过各种不同形式的有关 q 的图已向您表明，q 是如何平均回复的，因此，我们在此不再重复。但是，如果您需要证据，那么，请翻回到图 2.1 或图 15.1。正如我们所注意到的那样，由于人类天生趋向于当实际生活中没有样式的时候寻找样式，因此，如果您希望，那么，您也可以进行一些更为客观的测试，我们在电子附录当中提供了此类测试。当然，这些测试并不能提供明确的回答。它们只是建议，q 不能平均回复的概率非常低，约 3% 左右，但不会是零。当您处理实际数据时，这就是生活，我们在第 20 章里所探讨的不确定性的程度是任何价值指标的必然特征。实际上，我们对此结果并不十分满意。总而言之，如果统计测试拒绝一些 100% 概率的假设（在这种情况下，假设 q 不能平均回复），那么，原因多半是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

测试在某些方面是错误的，或者，甚至被操纵了。[30]

当然，我们并不只是因为 q 在平均回复测试当中的良好表现而对其有信心的，平均回复测试只是我们的四项价值测试当中的一项，尽管它是一项非常重要的测试。例如，P/E 倍数与 q 一样均通过了平均回复测试，但却未通过其他测试。q 不会出现这种情况。也许最为重要的一点就是，q 是毫无争议地通过了我们的下一项测试的惟一的价值指标。[31]

测试三：q 具有经济意义吗？

在第 12 章，当我们第一次讨论可以证实 q 的套利概念以及在第 16 章，当我们证明为什么 q 应当从其当前水平下降时，我们已回答了这一问题。因此，我们不必在此再进行重复了。我们反而应把重点放在解释为什么 q 能够以一种不同的方式具有经济意义这个关键问题上。

我们知道，使用 P/E 倍数来评估市场的整个基础是建立其能平均回复上。P/E 倍数只是收益率的倒数，反过来，从长远来看，收益率必将等于股票收益。因此，当我们讨论 P/E 倍数时，我们实际上是在问股票市场是否会提供“公平”的回报，在这里，我们的公平标准是股票的历史回报。这一回报在过去的两个世纪里一直相当稳定——实际上，这也正是我们为什么把它称为西格尔常数的原因。但是，只有当西格尔常数恒定不变时，P/E 倍数才管用。由于经济学家们迄今为止还未找到它为什么必须如此的解释，因此，原则上讲，它也许并不是恒定不变的——这极有可能。例如，我们可以想像一组平行的体系，每一个体系都有一个不同的西格尔常数。每一个体系可以有不同的“公平回报”，并因此有不同的处于平衡状态的 P/E

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倍数。但是，在所有这样的平行体系当中，q 同样管用。其次，它还可以平均回复到相同的值。[32]

处于平衡状态的 q 恒定不变有一种简单的解释。我们迄今为止已提出的观点是，q 是对不同市场的价格进行比较的一种方式。当 q 高或低时，这意味着通过股票市场购买公司部门的资产的价格与直接购买它们相比，是高还是低。但是，还有把 q 与回报率进行比较的另一种备份方法。当 q 高时，这就意味着，在股票市场所购买的资产的回报率与直接购买的资产的回报率相比要低。

因此，我们可以看到 q 与 P/E 倍数之间的重要差别。当我们使用 P/E 倍数来评估股票市场，并把收益率与西格尔常数进行对比时，我们实际上是在说，后者是“正确”的回报。当我们用 q 来比较回报时，不会出现类似的假设：我们所比较的两种回报都是正确的。我们只是在说，它们是不同的。了解了这一点就足以清楚，套利具有非常明确的动机。因此，q 必须平均回复的经济案例是站得住脚的，无论西格尔常数是恒定不变的，或者，实际上，它是否是恒定不变的。

测试四：q 能否告诉我们有关未来股票收益的一些事情？

我们已相当详细地表明，它能够告诉我们有关未来股票收益的一些事情。在图 13.1 里，我们表明，q 和事后价值从历史上讲具有非常密切的关系，因此，q 将发出可靠的危险信号表明未来的回报会很弱。在第 14 章，我们已表明，过去用 q 来指导进出股票市场决策的任何人都将获得比那些只是遵循“购买－持有”策略的投资者更高或更少的可变回报。我们还

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过把股票作为长期投资这个好消息来提出了另一种观点。图 17.4 所显示的是，与遵循“购买－持有”策略的投资者相比，q 投资者将在不同水平赢得的回报的可变性范围。确切地说，q 投资者获得较少或负收益的概率将大大降低，而且，他们获得强势回报的概率将更高。

如果对于您来说，这个证据还不够充分，那么，在电子附录里，我们还提供了一些统计测试，这些测试可以根据标准原则证实，q 同样是未来收益的一项重要指标。当然，上述结果是虚假的可能性始终存在。因此，我们还可以从斯蒂芬·赖特和多纳德·罗伯逊的学术研究当中引用证据来证明：上述结果是偶然得出的，实际上，如果 q 并不能平均回复，而且无法对股票价格进行预测的话。实际上，这种概率非常低，只有 3% 左右。

重说有关 q 的案例

现在，我们已实现了本书此章要达到的主要目的。在第 20 章，我们提出了任何有效的价值指标必须通过的四项主要测试。表 25.1 表明，q 是通过了所有四项测试的惟一指标。更为重要的是，四项测试都得出了肯定的结果，这一事实为单独的测试提供了额外的重要意义。整体大于其各部分的总和。

当然，即使 q 也不是完美的指标。然而，我们已知道，q 的惟一明显限制与 q 本身没有关系，但却与如下事实有关：我们只能不是很完美地对它进行计算。这确实是一种限制，这种限制使我们直到最近才能够把 q 作为一项价值指标使用；对于那些不具备像美国一样的高质量的经济统计学的市场来说，这种限制将继续把 q 排除在外。[33]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第六部分的剩下两章将进行详细的介绍。下一章将表明，根据某种假设，P/E 倍数和股息收益所提供的信号与 q 提供的信号是相同的。之所以重新确认这点是出于两点原因。第一，它支持我们先前提出的观点：只有一个真正的客观价值标准；第二，当考虑无法对 q 进行计算的股票市场时，它提出了一个合适的策略。之后，在第 27 章，我们将介绍与股息贴现模型有关的 q。我们将表明，对模型的一致方法将把我们带回到 q。

表 25.1

q 和适用于任何价值指标的四项主要测试

测试	q
1. 它是可以计算的吗？	是的，适中的计算误差是系统性的，因而也就不成为主要的担忧。
2. 它是否平均回复？	是的。
3. 它是否具有经济意义？	是的。
4. 它是否能告诉有关未来股票收益的任何事情？	是的。

注解：

30. 例如，如果我们对适用于我们在第 20 章讨论过的模拟股票市场的平均回复价值指标进行相同的测试，那么，该指标不能平均回复的概率同样会很低，但却不会是零。由于是我们自己设计测试，因此，我们知道，真正的概率当然是零，但是，仅靠一个世纪的价值数据，没有任何测试可以得出如此简捷的答案。

31. 在第 26 章，我们将表明，周期性调整后的 P/E 倍数同样可以通过该项测试，但只是因为它与 q 等量。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

32. 不考虑计算问题。我们实际上在此是指“真正的”q 而非计算出来的 q。
33. 与史密瑟斯股份有限公司的同僚们一道，我们试图在英国构建一个能够共享美国的许多特征的长期数据。然而，由于数据质量方面的巨大限制，平均回复的证据很不充分。我们还为日本构建了一个相当短期（大约 15 年）的 q。在这两个国家，q 的平均值接近 1。在日本，平均值实际上高于 1，但这并没有什么可奇怪的，因为我们所构建的期间正好包括东京的泡沫经济时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 26 章　q－等量

所有价值指标导致了 q 的出现

正如我们在前五章所看到的那样，通过四项主要测试来判断，q 显然比其他所有指标都表现得更好。这或许是因为所有该考虑的都考虑到了。然而，我们的方法却不同于那些对股票市场进行评论的人们通常所采取的方法，因此，我们可以在下面两章对这些问题进行更深入的探究，为的是让我们更深入地了解我们所提出的案例。由于我们所讨论的问题非常复杂，这些问题提出了一些基本的经济学问题，因此，我们认为非常有必要引进一些公式来证明我们的论点。

在第 24 章，我们对 q 进行了坚定的断言。我们认为，如果股息收益和 P/E 的缺陷能够得以解决，那么，我们就可以另辟蹊径轻松地获得由 q 得出的相同答案。我们称此特点为“q－等量”，我们将在本章介绍它是如何得出的。

P/E 倍数的两大致命弱点

我们已表明，P/E 倍数具有两大致命弱点。第一是利润波动的方式多变。要对此类波动进行调整非常困难，而且，在没

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有能够让我们清楚看穿未来的水晶球的情况下，要以准确的精确度做到上述那一点也是不可能的。第二个问题是即使可以对P/E进行周期性调整，我们仍需要弄清楚的是，如果对股票市场的评估是公正的，那么，其结果又会是什么。历史告诉我们，平均值大约为13的P/E代表着公平价值，但是，迄今为止还没有任何一条经济理论能够解释为什么。我们不知道P/E为什么必须平均回复，或者，我们也不知道，如果P/E平均回复，那么，它所回复到的数字为什么必须是13左右。如果投资的平均回报永久性地下降，正如经济学家们所断言的那样，那么，平均P/E倍数也将永久性地上升。

q－等量的概念就是：我们能够做到“一石二鸟”。我们可以同时解决与P/E倍数有关的两大问题，但是，在这么做的时候，我们实际上是把它转化成了q。

运用周期性调整后的P/E倍数来评估股票市场

如果我们能够对周期性调整后的P/E倍数进行计算，并且能够弄清楚，如果对市场的评估是公正的，那么，其结果会是什么，那么，我们就可以通过用“公平价值”或“基准”P/E除周期性调整后的P/E倍数，从而对股票市场被高估的程度进行估测，如下所示：

$$\text{高估} = \frac{\text{周期性调整后的 P/E}}{\text{基准 P/E}}$$

由于P/E只是收益率的倒数，因此，我们可以把上述公式重新换算成如下公式：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$高估 = \frac{\frac{1}{周期性调整后的收益率}}{\frac{1}{基准股票收益}}$$

由于用分数来除等于乘以相同分数的倒数，因此，上述公式又可以换算成如下公式：

$$高估 = \frac{基准股票收益}{周期性调整后的收益率}$$

当然，我们的问题是，尽管我们可以对过去的基准股票收益进行估测，但是，我们不清楚这个值是不是对未来也合适。然而，让我们假设我们知道对未来适合的值是什么。如果周期性调整后的收益率等于基准股票收益，那么，由于任何数字与其自身之比是 1，那么，高估计算的结果应等于 1，而且，对市场的评估是公正的。如果收益率低于基准收益（相对应的是 P/E 高），那么，这个比率就会高于 1，表明是高估，反之则是低估。

进一步了解周期性调整后的利润

为了从此继续我们的话题，我们有必要来仔细了解一下什么是周期性调整后的收益，要做到这一点，我们先得了解一下，资本是如何获得回报的。

利润代表的是对投资资本的回报。通过贷款筹措的资本是通过利息支付获得其回报的。剩余的产权资本则属于所有的其他利润，这些利润是指扣除利息和税收之后所剩下的部分。生成这些利润的资本也就是有形资本（包括机器、建筑物、库存以及房地产）和金融资本，公司需要金融资本来补偿客户所欠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但却未支付的债务。我们可以从这一部分扣除每个公司欠其供应商的款项以及从银行借来的和通过发行债券筹集的款项。所有这一切的价值就是有形资产的流动重置成本减去金融负债净值。如果大家觉得这一点很熟悉，那么，它确实是这么回事。当然，这是公司净资产，它是我们所定义的 q 的分母。

因此，公司产权资本可获得的利润率就是用其净资产除其收益，亦即扣除利息和税收之后的利润，如下所示：

$$\text{净资产收益率} = \frac{\text{收益}}{\text{净资产}}$$

也可换算成如下公式：

$$\text{收益} = \text{净资产收益率} \times \text{净资产}$$

为了使这一点建立在与 P/E 和收益率相同的基础之上，我们需要用股票的数量同时除等式的两边，如下所示：

$$\text{收益}/\text{每股} = \text{净资产收益率} \times \text{净资产}/\text{每股}$$

迄今为止，我们只介绍过未调整过的收益。如今，我们需要考虑的是如何进行正确的周期性调整。上述等式的右边有两部分。一部分是每股净资产，正如我们在前一章所看到的那样，它移动的非常缓慢。净资产与无法快速改变的 GDP 有着巨大的关系。这就意味着，我们对周期性收益所进行的任何调整实际上将与我们对净资产收益率所做的任何调整是一样的。[34]

对周期性每股收益进行正确调整的明显办法就是，预测一下，如果净资产收益率处于某种公平或基准水平，那么，每股收益将处于什么水平。

周期性调整后的每股收益 = 基准净资产收益率 × 每股净资产

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种调整收益的办法非常符合我们在第 23 章中对任何周期性调整所提出的条件。它得出的结果是缓慢移动的，且是可以预测的，因为净资产是缓慢移动的和可以预测的。周期性调整同样将通过足够长的阶段相互抵消掉，因为不这样的话，它都会出现这样的情况：即无论基准净资产收益率是多少，它都是一个无法使用的不切实际的收益率。

产权资本收益必须等于产权资本成本

我们既不知道基准股票收益，也不知道基准净资产收益。因此，引入这两个概念看来是很复杂的事情。在实践当中，由于经济理论的基本原理的缘故，它可以极大地简化这两个概念。尽管我们不知道上述任一种收益是多少，但是，我们知道从平衡的角度来看，它们是相同的。正如公司借款的成本应与提供给贷方的回报相同一样，公司的产权成本也必须与给投资者的回报相同。从平衡的角度来看，资本收益等于资本成本。因此，基准净资产收益必将与基准股票收益相同。

如今所需的就是运用计算周期性调整后的收益率的公式：

$$\text{周期性调整后的收益} = \frac{\text{周期性调整后的每股收益}}{\text{股票价格}}$$

然后，把上述结果插入到用来计算高估的公式当中，以求得：

$$\text{高估} = \frac{\text{基准股票收益}}{\frac{\text{周期性调整后的每股收益}}{\text{股票价格}}}$$

最后，通过运用计算周期性调整后的每股收益的公式，我

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们将得出，基准净资产收益等于基准股票收益，因此，我们得出如下公式：

$$\text{高估} = \frac{\text{基准股票收益}}{\dfrac{\text{基准股票收益} \times \text{每股净资产}}{\text{股票价格}}}$$

我们可以用现成的两条数学规则对上述公式进行简化。一个规则就是，任何数字与其自身之比为 1。这意味着我们无需知道合适的基准股票收益实际上是多少，因为这个公式已不证自明。另一规则就是，用分数除以该分数与乘以该分数的倒数是一样的。这样，当我们使用周期性调整后的 P/E 来计算高估时，其公式就非常简化了，如下所示：

$$\text{高估} = \frac{\text{股票价格}}{\text{每股净资产}} = q$$

因此，周期性调整后的 P/E 又使我们正好回到 q。这也正是我们所说的 q－等量的意思。[35]

在说明 q－等量的过程当中，我们不仅是在介绍一些数学技巧，而且，还是在说明如下的重要一点：到最后，价值指标必须独立于收益率之外。为了说明这一点，我们可以想像这样一个情景：投资者实际上需要的是较低回报。而从平衡的角度来看，P/E 将更高，而净资产收益下降的量与 P/E 上升的量相同。这是因为 P/E 代表的是产权资本成本，而资本成本应与其收益相等。

在想像的较低回报的情景当中，利润将围绕着比以前更低的水平波动，这个水平与净资产有关。利润处于平均水平以及周期性调整后的水平时的收益率因此也必须是较低的。如果您试图通过假设一个较高的回报来对利润进行周期性的调整，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么，您的周期性调整不会随着时间的推移而相互抵消。周期性调整后的利润的平均将高于实际利润，而这一点显然违反了我们为任何合理的周期性调整所设定的条件。因此，惟一能起作用的周期性调整就是我们上面所建议的那一种。如果您进行上面所建议的那一种周期性调整，那么，收益率将通过上述公式不证自明，它得出的结果也就是 q。

股息收益也与 q 等量吗？

我们在第 23 章看到，了解股息收益的一个方法就是把它视作用合适的支付率除周期性调整后的收益率。这个方法的惟一问题就是，我们无法知道合适的支付率是多少。但是，如果我们知道了支付率是多少，那么，我们就可以通过用当前的股息收益乘以合适的支付率而获得周期性调整后的 P/E。由于周期性调整后的 P/E 与 q 等量，因此，经过适当调整后的股息收益也将与 q 等量。

重说基本值

我们现在还需解决一个复杂的问题。当我们在早些时候所进行周期性调整的时候，我们只是变更净资产收益，而不变更净资产本身。我们是这样来证明这一点的：净资产是移动缓慢的且是可以预测的，因此，它不会对经济中的短期运动做出太多的反应。在以这种方式简化我们的分析的过程中，我们运用的是经济学中非常有用的方法。我们认为净资产似乎是“外来的”，而净资产是 q 的基本值。外来的与常量是不一样的。它只是表明，净资产不会受我们所介绍的其他经济因素的影响。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，这并不完全正确。净资产实际上不是外来的。经济学当中的任何东西都不是外来的。寻找一个完全外来的基本值就像寻找圣杯一样困难。这似乎表明，任何东西都是与其他东西相对应的。

实际上，如果净资产是完全外来的且不受经济的影响，那么，市场也绝不会超出其价值线。我们在第20章看到，如果价值从一开始就与价格不同，那么，有关平均回复的不确定性就是绝对重要的。如果人们对市场的基本价值没有任何怀疑，那么，股票的标价始终都是正确的。为了解为什么，我们只需看看，如果我们可以对基本价值进行完美的计算，并以完美的准确度对其进行预测，那么，会出现什么情况呢？股票价格与基本价值之比必须平均回复，因此，在资本主义萌芽之初，有关短期股票市场波动的一些不确定性自然存在着，而就长期而言，我们将拥有一个100%可靠的货币机器。经过300年或300年以上的股票市场交易之后，如果从贱买贵卖当中所获利润无法消除价格与价值之间的差值，那么，上述这一点就一点也不可信了。股票不仅是一种相对安全的投资，而且是绝对安全的一种投资，而在一个不确定的世界要做到这一点根本不可能。

因此，重要的一点是问我们是否关心如下事实：根本没有什么真正的外来基本价值。答案很显然是：不，而解释则是能够证实q的套利概念。我们知道，q高的时候，套利就会下降。至少在一定程度上通过基本价值以及价格的变化，上述情况确实能够发生。我们也的确看到，当詹姆斯·托宾第一次发明q概念时，实际上，它通常只是被视为通过资本股票的变化（亦即，基本价值而非股票价格的变化）而进行的调整。我们在原则问题上没有分歧，也就是说，资本股票根据q的变化而变化。不过，有一点很重要的不同处是需要强调的。事实表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

明，重大调整是通过股票价格的变化来实现的。[36]净资产随 q 的变化而变化这一事实不仅不会带来什么影响，反而会是一个很好的帮助。正如事实所表明的那样，假设重大调整是通过股票价格的变化而实现的，那么，净资产只是做出很小程度的反应这一事实只会有助于增加不确定性的必要因素，没有它，价值无法孤立于价格之外而存在。

历史证据表明，净资产不是外来的：正如詹姆斯·托宾所说的那样，它将对较高的以及较低的 q 值做出反应。但是，它的反应却不足以解释 q 的平均回复。大多数调整都是通过价格实现的，这一点能够解释为什么 q 能够如此好地满足一流的指标测试的要求。

我们可以清楚地看到，为什么净资产的反应不足以使 q 达到平均回复，尤其是从极值达到平均回复。净资产只是与 GDP 的关系非常密切，这样，净资产变化的发生才会是相当缓慢的。任何了解股票市场下跌速度的人都知道，股票市场评估的大规模变化可以轻而易举地快速实现。另一方面，了解 q 如何只是通过净资产的变化从上述极值回复到平均水平简直是无法想像的事情。

即使在利润好的 1998 年，人们也是花了 42 年的保留利润才使净资产与股票市场为各公司设定的价值相等。因此，似乎看到，无需对股票价格进行调整，上述距离就可以缩小，前提是，投资者做好了等待 42 年的准备。如果股票价格从名义上讲确实上是保持不变的，那么，股票投资者将获得与股息收益相同的回报，当然，要减去通货膨胀率，通货膨胀率是投资者们所不希望的，而且，它也不能代表公平的回报。我们在第 15 章里看到，对于投资者来说，股票价格必须实际增长 2.5% 左右才能与极为安全的指数债券收益相匹配。因此，净资产每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年必须实际增长至少相同数量才能使上述距离维持不变。为了缩短这一距离，它的增长速度应该更快些。

我们现在慢慢地明白了为什么历史记录表明，净资产在使q达到平均回复方面所起的作用非常小。正如我们所看到的那样，没有任何东西是外来的。但是，由于净资产的合理变化与需要缩小的距离之间的关系不是很密切，因此，我们实际上可以忽略它们。因此，当我们说股票市场被高估了2.5%的时候，我们无需表明，所有调整都必须通过股票价格实现。不过，我们能够而且确实应表明，大多数调整还是需要通过股票价格来实现。

结论：周期性调整后的P/E和股息收益与q是等量的

我们希望，我们在本章成功地用更为详细的事实说明了：为什么纠正其他价值指标当中存在的缺陷将不可避免地表明它们只是获得与q相同的答案的另一种方式，同时，也用更为详细的事实说明了这一点是如何实现的。一旦您把利润视作某种特定类型资本的另一种回报，那么，您必然会得出如下结论：周期性调整后的利润只是代表了那一类型资本的“正常”回报。就产权而言，这种类型的资本就是公司净资产。一旦大家明白了q－等量，大家就会得出如下结论：产权的正确价值必须是净资产，而这又使我们直接回到了q。

注解：

34. 我们将在本章的后半部分讨论这个问题。

35. 请注意：出于简单明了的目的，我们在此假设，计算得出的值是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正的 q，或者是能够平均回复到 1 的 q 的值。我们在上一章里看到，计算得出的 q 平均回复到一个小于 1 的数字。这必然蕴含着：在那一数据当中，计算所得的净资产收益平均低于股票收益。但是，其解释也是我们在上一章里提供的相同解释：如果资本股票被习惯性地高估了，则净资产收益必然是被习惯性地低估了。

36. 不幸的是，此项反应的证据必须是相当技术性的，但却是在前面所引述的斯蒂芬·赖特和唐纳德·罗伯逊的论文当中提出的。它表明，净资产的反应从“统计学的角度来看并不是非常重要的，而是与托宾的理论所阐述的内容是相一致的”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 27 章 q 和股息贴现模型

股息贴现模型可能是评估股票市场应用最为广泛的方法。同时，它也是没有被很好理解的一种方法。出于这两种原因，我们忽略它是不合适的。如果我们迄今为止在本书还不提到这个问题，那么，您一定会感到惊讶了。然而，您可以相信，我们不愿意抛弃现有的经济理论，在这些理论当中，股息贴现模型是股票市场价值的基础。股息贴现模型显然是正确的。而且，它显然也是与 q 相一致的。为了明白这一点，我们需要再次提出 q－等量的概念。也就是说，产权收益必须等于产权资本的成本。忽视这一重要概念的结果将导致股息贴现模型的误用。如果把这一点考虑进去，我们又得回到 q 上来。

该模型的工作原理是什么？

股息贴现模型是建立在可以用来评估股票及其他资产的基本原理的基础之上的。因此，重要的是了解所涉及的基本原理，以及这些原理是如何被应用或误用于对股票市场的评估。

贴现的基本原理与复利的基本原理是一样的。贴现率就像是站在自己头上的利率。如果您将未来收到付款，这些付款的价值没有您今天收到的付款的价值那么多。至于少多少则取决于如下两项：未来付款离现在有多远以及这些付款的贴现率是多少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了使您想起贴现的一些主要概念，这些概念对本章非常重要，我们提供如下的一些简单的例子：

1. 假设您将在一年后在完全没有拖欠的情况下收到100美元的付款。您将为此支付多少呢？答案非常熟悉。如果银行的钱也是零风险，并为您支付10%，那么，您准备支付大约90美元（或准确地说，90.91美元），因为，如果您把这笔款项存入银行，您将在一年后最终得到100美元（90.91×1.1=100）。因此，1年后的100美元的“现值”是90.91美元。

2. 同样熟悉的是，您为两年后的100美元所支付的款项更少。在相同假设的基础上，您需要支付大约80美元（或准确地说，81.16美元），因为，如果您把这笔款项在银行存上两年，两年后，您将获得100美元（81.16×1.1×1.1=100）。因此，两年后的100美元的现值是81.16美元。

3. 如果您今后每年都将收到100美元，情况会是什么样呢？有两种方法来回答这个问题：一种是简单的，一种是复杂的。复杂的方法就是，用与上两个例子一样的方法来处理您收到的每一笔100美元。每笔款项及时支付的时间离现在越远，其现值越小。您可以一直累加每一笔付款的现值，而且，每一笔现值逐步减少，直到您不耐烦了或您的计算器小数点后的位数用完了为止。到您做完上述计算的时候，您也许会想起可以获得同样答案的简单方法，这就是为了无限期地每年有100美元的收入，您需要在银行永久性地存入多少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱。如果利率是 10%，答案当然是 1000 美元。不过，无论您使用哪一种方法，最终，您都将获得相同的答案。[37]

4. 最后也是更困难的就是，假设您每年只收到 10 美元的付款，但这个数字每年增加 9%，并如此无止境地继续下去。这个看起来不那么明显，但同样是 1000 美元。为了了解为什么，请记住，您只需在银行存入 1000 美元，然后，每年取出收入的 1%，并把其他的钱都存在银行，那么，您获得收入的方式将完全一样。在这种情况下，您的资金将每年增长 9%，而您也将提取同样数量的金额。由于您可以通过最初存入 1000 美元（利率为 10%）来复制这一收入模式，因此，您需支付 1000 美元来获得收入。

以上的后两个例子看起来有点深奥，但是，它们实际上与股票的基本价值有着极为密切的关系，这主要有以下三个重要的原因：

首先，我们在第 9 章看到，股票和股份实际上是能够永远持续下去的资产。人类并非类似地长生不老这一事实无关紧要，只要终有一死的投资者能够把一个特定公司的股份出售给另一位终有一死的投资者就行了。这一点完全适用于我们上面的最后两个例子。因此，在第四个例子当中，即使您只想持有这一资产几年的时间，届时它将值更多的钱（因为收入已增加了），而且，您还可以把它出售给他人（当然，我们目前可以忽略风险，但是，我们不久之后就会探讨这个问题）。

其次，这两个例子表明，您收入的绝对水平无关紧要，但是生成这一收入流的基本收益率却非常重要。因此，在第四个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

例子当中，x%的收入率与该收入的 y%的增长率的任何组合将等值，只要 x 和 y 加起来等于 10%就行了。与股息以及股息的增长的类比应该非常清楚。在第四个例子当中，您可以把收到的 10 美元视作 1%的股息收益率（亦即，10 ÷ 1000)。但是，投资所产生的总回报率仍为 10%，它等于股息收益率加上该股息的增长率。这一基本了解是股息贴现模型的基础。[38]

最后，在这一模型与我们在本书当中已运用过多次的考虑总的股票收益的方法之间存在着明显的联系。我们已看到，总收益等于股息收益加上资本损益。假设您只持有一年在第四个例子当中所介绍的资产，然后把它出售出去。其他人有可能准备支付比您花的还要多的钱来购买它，因为投资者所购买的收入的初始价值比 9%还要高。因此，如果市场运作非常有效，那么，投资者将向您支付多出您初始投资的 9%的资金。因此，您的总收益将是 1%的股息加上 9%的资本收益。因此，在一个公平评估的市场当中，您的资本收益将与股息增长完全相符。[39]

所有资产均可以用此方式进行评估，而且，该模型适用于单独的股票以及作为一个整体的股票市场。实践当中使用股息贴现模型将要遇到的问题也非常明显。由于资产价值取决于对未来收入的贴现，因此，投资者需要了解未来收入是多少以及用来贴现该收入的利率是多少。在我们的例子当中，上述两项均假设为已知。由于在实践当中，两者通常均不可知，因此，股息贴现模型尽管很真实，但却不是明显地有用。在股票市场作为一个整体的情况下，我们无需知道贴现率或未来收入，因为这两者并不是相互独立的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

正确的贴现率是产权资本的成本

在我们的例子当中，我们通过假设没有任何风险和设想有一家银行可以为无限期的付款提供担保，从而使问题简化。然而，在一个不确定的世界里，您不能把相同的贴现率运用于将在一年后收到的付款和将在两年后收到的付款之上。例如，如果对债券评估正确，那么，未来收入和资本付款必须以现行利率进行贴现，而这一利率是向具有相同期限和风险的债券提供的。如果投资者在对公司债务进行评估时，使用短期利率来贴现长期债券，或者，用适用于公债的利率来贴现长期债券，那么，他们对债券的评估就是错误的。

正确的利率始终是将耗费借方通过发行某种特殊类型的债券来筹集资金的利率。正如举债成本是适用于债券的正确贴现率一样，产权资本的成本也是适用于股息的正确贴现率。当然，公司的成本就是向购买公司股票的投资者提供的回报。因此，如我们在上一章所看到的那样，发行产权的公司的产权资本的成本只是投资者对股票提出的回报要求。[40]

当然，在任何一个特殊时刻，产权资本的成本取决于股票市场的水平。从公司的角度来看，股票贵的时候，资金可以廉价筹集，反之亦然。对股票进行评估，而不是观察其现行价格的时候，我们不应使用现行的产权资本成本，而应使用股票价格在公平情况下的产权资本成本。正如我们在前一章所注意到的那样，我们根本不能肯定这一正确数字是多少，但我们却知道，从平衡的角度来看，它肯定等于股本收益（换句话说，等于净资产收益），正如我们所知道的那样：借方的债券成本与投资者所收到的回报是相同的。从平衡的角度来看，资本成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

肯定等于其收益，这是最基本的经济学原理之一。

然而，我们在本章一开始的第四个例子当中看到，如果我们以生成股息的资本收益率来贴现任何股息流，那么，我们始终会得到相同的答案。其结果是，无论产权资本收益率是多少，我们都知道，如果运用正确，股息贴现模型将以总计的方式对公司的净资产进行评估。股息贴现模型也可得出与 q 相同的答案。

如下三条独立的经济原理是相互支持的：

- 所有公司的产权资本的基本价值应与其净资产相同；
- 所有公司的股本的基本价值应是其未来股息的贴现价值；
- 所有公司的总计产权资本成本长期来讲应与其所获回报相同。

上述三条原理的任何一条都是孤立成立的。一旦任两条原理得到了论证，第三条也将成立。这是因为它们不仅成立而且相互依赖。三条经济原理之所以相互支持的原因是因为它们都是建立在相同的有关经济学的假设基础之上的。

历史经验

我们现在知道的就是，我们无法确定将来要运用的正确贴现率。但是，我们却很清楚过去运用过的正确的贴现率。正如我们已指出的那样，迄今为止尚未解开的经济学谜团之一就是为什么股票的长期实际收益率一直稳定在 6.5% 左右，我们称这一数值为西格尔常数。因此，产权资本收益必须等于其成本

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一规则要求产权资本的长期平均成本率也应是6.5%左右。

如果公司以股息的形式支付其所有利润，那么，公司的产权资本成本应与股息收益相同。但是，正如我们在例子当中所看到的那样，实际支付比例对于任何资产的基本价值而言无关紧要。紧要的是生成这些股息的收益率，因为它还生成股息的增长。这就是收益率，它包括股息和能够使股息增长的留存利润。因此，平均收益率应为6.5%，它令人满意地接近其实际值。

我们在第 22 章看到，自 1871 年以来，P/E 倍数的（几何）平均值一直是 13。这与 7.7%（1/13 = 0.077）的平均收益率是相对应的。考虑到要计算两个只在平衡状态下相同的事情所要遇到的困难，这一数字实际上是相当接近的。但是，对两种类型的计算问题的考虑或许可以轻松地解释这种不太大的差别。第一种是我们已注意到的收益数字有被向上操纵的趋向(主要的例子是在 20 世纪 30 年代，当时，公司可能一直在亏损，却报告说在创收)。第二种就是，正如波斯金委员会(Boskin Commission）最近所建议的那样，如果通货膨胀被系统性地高估，那么，股票的实际收益将被低估。

误用股息贴现模型

尽管股息贴现模型被正确地应用于对股票市场的评估，并能够得出与 q 相同的答案，但是，它却可能被误用了。不幸的是，这种误用非常常见。正如我们已看到的那样，产权资本收益与贴现率不是相互独立的。股息增长率与生成这一增长的产权资本收益率也不是相互独立的。此模型的所有误用的基础均是假设：上述三者当中，至少有两者，有时是全部三者，是相

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

互独立的。一旦这种违反基本经济原理的情况出现，该模型随时可被误用来得出任何预期的答案。之后，它成了那些想要出售股票而不是确定其真实价值的人的理想之选。这样，我们就可以根据有关增长率或贴现率的任何不同的假设来对处于任何水平的市场进行评估。

举发生在 20 世纪 90 年代的股息收益下降这个例子来说吧。正如我们在第 21 章所看到的那样，与 5%左右的平均收益率相比，90 年代末的股票收益率不足 1.5%。我们同样看到，对这一现象有两种可能的解释，这些解释与基本的经济原理是相一致的。第一种解释是，公司改变了它们的股息政策并转而把大部分的利润留存起来。第二种解释是，股票市场普遍地标价过高。

如果第一种解释正确，那么，更高的留存率将使股息在未来增长得更快。正如图 21.2 所显示的那样，现在的问题是，支付比率的变化不足以使这种解释成为一个令人满意的解释。从股票经纪人的角度来看，存在着如下明显的危险：第二种常识观点将为人们所接受，而且，人们将停止购买标价普遍过高的股票。

在急于阻止人们广泛地接受上述常识性观点的过程当中，股票经纪人趋向于假设：贴现率虽然下降了，但它却不会对股息的未来增长造成任何影响。两个被经常引用的例子就是：用债券收益来得出贴现率的评估模型，以及宣称西格尔常数根本不是恒定不变的而是下降了的模型。

后者的支持者们常常坚持认为“产权风险报酬”出现了变化，这就意味着西格尔常数也发生了变化。他们认为，这证明是一个更高的本益比，而且，他们认为，这反过来也证明了股票市场的当前水平或更高水平。我们将在第 29 章对这一问题

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

进行更详细地探讨。现在，我们只是指出，首先，上述观点有一种相互不一致的癖癖趋向；其次，上述观点忽略了如下事实：从平衡的角度来看，资本成本必须等于其收益。

我们已探讨过了前者所使用的观点。在第 24 章，我们已介绍过为什么不能以与名义债券收益相关的方式来评估产权。因此，在这里，我们只需再次指出，那些依靠债券收益赚取利润的人的假设是错误的，即尽管贴现率出现了变化，股息的未来增长也会保持不变。如果通货膨胀下降，就像过去的 20 年那样，那么，未来的收入流将在通货膨胀下降的同时出现强势上升。站不住脚的就是这种假设：当假设通货膨胀像过去一样较低的时候，利润和股息在未来都将快速增长。很显然，如果通货膨胀低，利润和股息的增长将更为缓慢。

当然，我们根本没必要陷入这一特殊陷阱当中。名义利率与实际利率之间的差别已为人们所普遍了解。[41]既然美国政府发行保值公债，我们就可以轻松地知道长期实际利率是多少。因此，现在似乎有可能在参照实际利率的情况下用股息贴现模型来为股票标价。一些学院派经济学家就运用了这种方法，但是，据我们所知，这只是个兴趣问题，股票经纪人还没有这么做。我们怀疑，其中的原因相当简单。我们应该看到，任何此类分析都将得出如下结论：股票市场被普遍高估了。由于股票经纪人的评估方法的目的不是评估股票而是出售股票，因此，这种方法对于股票经纪人没有任何吸引力。

运用实际利率来评估股票市场的结果是严重的高估，这一点也不奇怪。这种方法实际上表明，它与使用 P/E 倍数来进行评估的方法是一样的。实际债券收益率是对实际债券而非更具风险的资产进行贴现的正确贴现率。因此，有必要为所使用的债券收益率增加一些对“产权风险报酬”的估计。考虑到当

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

前的实际债券收益率接近4%，如果运用过去的证据，那么，高于6%的比率是比较合适的，因为长期股票收益率一直高出长期债券收益率大约1%～3%。正如我们已介绍过的那样，在公平评估的市场当中，正确的贴现率应与收益率相同。介于5%～7%之间的收益率相当于介于20～14之间的P/E倍数。由于当前的P/E值是上述数字的2～2.5倍，因此，这种方法最终所得出的答案与我们使用P/E倍数来评估市场所得出的答案是相同的。由于我们已注意到，P/E倍数已不为人们所喜爱，因此，我们可以很容易地理解为什么股票经纪人喜欢误用股息贴现模型，而忽视了实际债券收益率以及可以从中得到的信息的存在。

但是，我们还应该注意到，在任何情况下，这种方法在一个重要的方面存在着缺陷。很好地解决这一缺陷可以使暗指的高估数字与使用周期性调整后的P/E倍数所得出的数字q不仅相似而且完全一样。

这一重要缺陷就是，使用当前的实际利率将得出一个并不独立的暗指的评估标准。这种方法所做的一切就是按照债券来评估股票。但是，长期债券收益率并不是“外来的”。[42]尽管短期利率一直处于联邦政府的控制之下，但是，长期的实际利率却并不是这种情况。它最终由市场来确定，而不可能独立于股票收益之外。

对以这种方式计算得出的“公平”价值的任何估计最多与市场赋予债券的价值一样。如果股票市场背离公平价值，那么，我们将发现债券市场同样会提供一大堆的原因（以及一大堆的证据）。因此，与债券市场相比，尽管股票市场目前看起来确实被高估了，但是，这种情况很有可能是因为偶然原因而造成的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

面对债券收益率不是独立于股票市场之外这个事实，解决这一问题的惟一方法就是，不用现行收益率，而是用一些基准值来计算长期的实际债券收益率，并用一些基准值来计算产权风险报酬，这些基准值都是通过考虑实际股票收益率与实际债券收益率之间的平均差值计算出来的。如果使用历史平均值，那么，这与直接使用西格尔常数是完全一样的。如果我们使用 P/E 倍数来评估市场，那么，我们将最终解决我们在第 22 章里所讨论过的所有随之而来的问题。[43]如果我们用周期性调整后的收益来解决这些问题，我们同样将像前一章所介绍的那样，最终得出 q。

结论：q 和股息贴现模型

股息贴现模型虽然是正确的，但是，对它的误用也极为普遍，因为它们忽视了提供给它的各元素之间的必然联系。在本章，我们已表明，如果运用得当，股息贴现模型将使我们再次回到 q。如果我们使用正确的贴现率，并适当地考虑到了资本收益率与股息增长率之间的必然联系，那么，股票市场的基本价值就是公司净资产。高估的程度是通过实际价值与基本价值之比来表现的，这一比率实际上就是市场价值与净值之间的比率。当然，这也就是 q。

注解：

37. 这就像阿喀琉斯与乌龟的故事一样。尽管您的数学老师教过您所有的方法，阿喀琉斯最终还是在非常准确的时间和地点逮着了乌龟。如果阿喀琉斯跑得比乌龟快 10 倍，而乌龟只是在一英里之外，那么，当乌龟跑了一英里的 1/9 的时候，以及当阿喀琉斯跑

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了比乌龟 10 倍长的距离——亦即，10 个 1/9，或 1⅑ 英里的时候，他就可以逮着乌龟了。故事剩下的部分只是想让您扔掉您的数学。

38. 请注意，我们稍微进行了简化，因为您此处收到的收入就像是来年的股息，在这里，通常所计算出来的股息收益率是用当年收到的股息进行计算的。

39. 我们在此所展示是该模型的高度简化版本，经济学家们通常把它称作戈登增长模型（Gordon Growth Model），请参见 M·J·戈登所著《投资、融资与公司评估》一书。

40. 就交流而言，因如下事实而可能出现的混乱是不可避免的：给某人的回报一定是另一人要支付的成本。我们希望，我们对这一点的讨论已足以让大家明白我们的意思。

41. 詹姆斯·托宾给我们的一位作者讲了一个非常有趣的故事，这个故事表明，这种理解并不是一种普遍的理解。在 20 世纪 60 年代，他遇见了一批来自一家大公司的高级管理人员，并对他们在投资项目当中所运用的价值计算方法（这些方法遵循的原则与可以证明股息贴现模型的原则相同）进行了探讨。他问他们，在这么做的时候，他们是否运用的是实际利率。答案是“当然。我们是从《华尔街日报》上得到这些方法的”。

42. 请参见我们在前一章对此概念的论述。

43. 我们使用现行实际债券收益率所得出的答案如此接近这一事实，归因于这些收益率非常接近于其历史平均值这一事实。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第七部分
q 与非 q

我们不得不承认如下这个令人悲哀但又十分明显的事实，在关于 q 的看法上并非每个人都同意我们的观点。假如人人都同意我们的观点，那么华尔街也就不会涨到目前的高度。在第七部分，我们不讨论同意 q 的看法，与此相反，我们将讨论反对 q 的情况。

在第 28 章，我们将讨论一些经济学家提出的异议，这些异议并非针对 q 的理念本身，而是针对如下这一观点，即 q 可以用任何有用的方式来估价市场。这些异议都是严肃的，应该严肃对待，但是你们将会看到，它们可以迅速得到答复。而且，我们对待 q 的方法可以调和经济学家之间几个隐含的不一致的观点。

在第 29 章，我们将讨论现行的市场估价可以由价格 - 收益倍数的恒久上涨来证明的可能性。这个问题产生于理论经济学上关于“股票风险溢价”的争论。其不幸的结果是对一个非常令人尊敬的经济学研究的拙劣歪曲。我们证明这样的主张既不能与证据吻合，也无法与经济学逻辑一致。

最后，在第 30 章，我们将讨论由下面这些人提出的异议，对他们来说，同意 q 的情况是明确无误的坏消息。股票经纪人反对 q，因为他们不得不这样。结果是，他们的异议是一堆由未加证明的断言、逻辑上的矛盾以及纯粹的困惑所组成的大杂

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

烩。不过，我们还是列举并反驳了我们看到的所有由经纪人群体提出的对 q 的异议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第28章　经济学家关于q的争论

当经济学家认识不一时

经济学家是一群天性好辩的家伙，但是和那些跟智力上具有挑战性的想法打交道的其他专业人士相比，他们可能也算不上很好辩。对于经济学家之间认识不一致的程度，外界的认识一般都有相当的曲解，这主要是因为认识不一致比认识完全一致要有意思得多，因而也就更加吸引媒体的注意。然而，与此印象相反的是，事实上大多数经济学家在许许多多问题上的观点是完全一致的。当他们之间产生分歧时，其分歧也是在某个共同框架内的分歧。

本书中陈述的观点，以及我们用来论证这些观点的论据，同样是这个共同框架的产物。在使用q来估价市场方面，我们和其他经济学家有不同意见，即便如此，我们的分歧也是在于如何应用这个框架方面，而不是关于框架本身。在本章中，我们将说明我们的结论在什么地方符合这一共同见解，并将它们与其他经济学家得出的不同结论相联系。尽管我们不一定能够说服所有的经济学家来接受我们的结论（尽管存在大量的证据表明我们的看法并非不普遍），但我们也的确感到有信心，他们会认为我们的论点是值得认真考虑的。出于同样的理由，我们相信其他方法的严肃论点也应该得到严肃的对待。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为了给我们的方法是“主流”的说法提供一些佐证，本章（以及下一章，但数量较少）将包括多于平常数量的脚注，以提供与理论经济学家主要文献的参考书目一致的详细说明。对于非专家读者来说，某些深入研究的部分会使阅读变得很费劲，但它们的存在至少提供了一些保证，即我们所发表的主张不是毫无根据的。[1]

q和“有效市场假设论”

大多数经济学理论都有这样一个中心思想，那就是市场一般都是相当“有效率”的。从这一基本概念出发就产生了一系列具体概念。其中有两个是本书的核心：一个是q的概念，另一个就是“有效市场假设论”。这两个概念有一个共同因素，那就是如果价格有差异，有人就会试图赚取利润。这种做法一般被称作套利。[2] 我们在第9章已经看到，套利如果不受某种抑制就会使价格回到一致的水平上；在第16章我们重点讨论了与q有关的这一过程。

到目前为止应该很清楚地看出，我们完全同意关于市场效率的基本观点。我们与其他经济学家的分歧仅仅在于套利运作的机制。实际上，所有经济学家在原则上都接受q的有效性；惟一有争议之处在于它是否可以用来对市场进行估价。争论的关键一点与我们关于价值指标的第四个检验标准有关，即关于未来的股票收益，q能否作出有用的评论。

自从1969年詹姆斯·托宾首先提出这个原则以来，q已经在理论上和统计上被详尽地分析过。但是大多数分析都假定金融市场是有效的，因而股票的定价总是正确的。如果这个假设成立的话，当q发生问题时，要进行调整的是股本和公司的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本净值，而不是它们的股票价格。但是这个过程需要一定的时间。与被假定为即刻见效的金融市场不同，现实经济的调整需要花费一定的时间。在此框架内进行研究工作，经济学家已经得出两个基本结论。第一，q 在理论上是一个很有分量的概念；第二，即使 q 的确有助于预测投资（股本的变化），这个机制的证据也是相当地乏力。[3]

经济学家大都学有所专，在其本专业范围内提出质疑，在其本专业之外则接受一般普遍的看法。因此，专门研究投资的经济学家大都假定金融市场是完全有效的，而专门研究金融市场的经济学家则忙于质疑这个假设是否有效。金融专家得出了两个主要结论。第一，完全有效的金融市场在逻辑上肯定是不可能的；第二，很难根据现实世界的数据来反驳“有效市场假设论”，因为这是一个非常接近于无法验证的假设。

但是，迄今为止，还很少有人试图调和这两种由专攻两个不同专业的经济学家得出的结论。我们将在本章证明 q 如何能够提供这样的调和能力，同时也会考虑到有关 q 向平均数回移的相对较新的证据。

可预测性与“有效市场假设论”

“有效市场假设论”极难验证，甚至可能是不可验证的想法，它是随着人们无数次试图验证它而逐渐出现的。对这些努力进行分析后我们渐渐明白，要设计出一个能够真正验证效率的方案是多么地困难。最初的方法假定效率意味着市场是散乱和不可预测的。因为随机行走理论经常被人当做和“有效市场假设论”完全一样，故我们已经对其做过几分详细的讨论。[4]

我们已经证明随机行走模型与有关数据不符；确实，q 在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

警示未来低收益上所起的作用与其产生矛盾，它在警示股息收益率上所发挥的更为有限的作用也同样如此。我们当然不是第一个指出这一点的经济学家。[5]

但是“有效市场假设论”不可能被如此轻易地消灭。它的拥护者们提出了一种解释，想说明股票价格何以能够预测，他们没有放弃完全有效的假设。他们假定投资者所期待的收益随着时间而变化。当然这些变化是不能完全预测的，否则市场早就抢先采取行动了。[6] 但是，言外之意就是可预测性将只会告诉投资者他们已经知道的东西——他们只是在期待较低的收益。

正如我们在前面对估价指标的讨论一样，在此注意可预测性需要什么东西向平均数回移是很重要的。它可以被看成是西格尔常数，即从实际上看，在短期内并非固定不变的，而对于平均回移至某个稳定的长期水平则有一种可预测的倾向。如果它做不到这一点，则实际收益就没有任何预测性可言。[7]

平均而言，这个解释与历史经验倒是吻合得相当好。[8] 的确，它也必须这样，因为提出这个解释就是为了让它起这个作用。用知识分子的话来说，它在许多方面还相当不能令人满意。为了应付与其更简单的形式相矛盾的证据，“有效市场假设论”经过修改后变成了一个实际上没有任何证据能够驳倒它的理论。[9]

但是，这种解释把可信性从股票市场的现有水平拉到了极限，这一点我们可以通过一些粗略的计算来证明。

考虑到在实际收益中可预测性的因素，从长远来看，西格尔常数的确应该是个常数，我们可以把它在成本之前的数值粗略地估计为6.5%。根据我们在前一章的论点，我们也可以假定这是公司将要在其资产净值上赚得的平均收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果要与“有效市场假设论”取得一致，近来股市的上涨意味着投资者一定是在期待较低的收益，而这种期待只是暂时的。正如当债券的未来收益下降时其价格就会上涨一样，较低的股票预期收益也就意味着较高的股票价格。由于资产净值不会有变化，因此 q 必定也会上涨。然而，“有效市场假设论”的拥护者们定会声称市场并没有被过高地估价，因为它仍然还会提供投资者所要求的收益。所以，评估这个理论的貌似有理的一个方法就是看它是否与 q 的当前极值一致。

由于存在绝对安全的与指数挂钩的债券——这种债券目前提供的实际收益率还不到 4%——这种检验因而变得容易得多。这为预期收益率的下降程度设置了极限。当理智的投资者看到股票的收益率还不到 4% 时，他们是不会持有股票的。因为股票是有风险的，他们必须给予某种额外收益作为补偿。这种额外收益就叫做风险溢价。为了说明起见，让我们假定投资者目前只要求非常少量的风险溢价，他们会对 5% 的收益率感到满意，直到 q 再次回落至其平均水平。由于公司目前仍然能够得到 6.5% 的平均收益率，这中间的差距迟早会让股票市场的估计价值和资产净值再次相会。但是要做到这一点需要花大约 65 年的时间![10]这个时间范围与历史证据相比既极不可信又极不一致，事实上 q 向其平均数回移的速度要远比这迅速得多。

正如我们已经指出的，“有效市场假设论”并不争论高或者低 q 值的存在，而是对它们的意义提出另外一种解释。由于上面提出的原因，我们发现有效市场的解释不能令人信服，因为这个解释要依赖股票预期收益率的临时波动。不过，还有另外一种理论也依赖股票预期收益率的变化。这个理论认为预期收益率不是暂时地，而是永久地处于较低的水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为两个原因，我们将在第 29 章专门研究这个说法。第一个原因是，尽管这个说法的支持者大都声称，他们有严肃经济学家们认真研究的成果的支持，相对而言，没有几个理论经济学家认为这样一个理论能够严肃而合理地解释目前的市场水平。在这个问题上有争议的某些因素从内容上看是属于学术性的，但是这个主张背后的主要因素则不是。第二个原因更为实际：这个说法目前已经变得如此普遍，因此似乎有必要彻底说明它是如何以及为什么失败的。假如我们在此既要拆穿这些说法，又要照顾到我们的主要目的，即证明我们的方法如何与其他主流经济学家的方法相关联，那么，这一章就会变得相当冗长。

效率对“套利效率”

“有效市场假设论”存在几个问题。

- 可预测性的证据要求对该假设的原始形式做出修改，这样该假设就没有剩下多少实质内容了。
- 该假设对高 q 值的意义提出另外一种解释，可是这一解释不能令人信服，而且也与证据不符。
- 该假设对金融市场何以变得有效的机制没有给出令人满意的说明。

由于这最后一点是任何令人满意的理论都要面临的问题，我们需要考虑它对于 q 的意义。因此，我们将更仔细地考查套利的原理，套利是我们在第 9 章首次遇到的一个概念。

被假定为支撑完全有效的金融市场的这个套利概念建立在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“卢卡斯百元钞票原理”的基础之上。这个原理产生于由芝加哥大学的罗伯特·卢卡斯首先提出的这样一个问题：“一张 100 美元的钞票能在人行道上停留多久?”答案肯定是：半刻也不会停留。所以，我们从来也不会在人行道上看见 100 元的钞票，尽管我们知道它们肯定被人偶尔丢在人行道上了。同样，“有效市场假设论”认为股票市场的价格从来不会出偏差，因为几百万的投资者会将它们纠正过来，由于人人都在渴望赚钱。华尔街和世界各地的金融中心无数个人的活动证明，百元钞票的原理在理论和实践上都是正确的。

由于这个原因，金融学上的许多主要关系都是建立在套利阙如的原理之上。根据这个假定，不是套利不会发生，而是由于实用的目的它已经发生过了。这一点对于资产价格很重要，而且在实际当中有很多例子都可以依靠这一点来发挥作用。

一个相对简单的例子就是不同货币的利率之间的关系，一般称之为“抵补利息平价”。譬如，日元与美元资产三个月的利率差一定要与现行的日元/美元汇率差，以及三个月的日元/美元“期货”的汇率差一样。[11]其他说明套利阙如的例证可以从政府债券到猪肚的期货和约中找到。这里有些东西简直就像有魔力似的。在许多情况下，我们可以把这些关系当做似乎总是有效的来对待。“抵补利息平价”告诉你，如果你知道日元和美元资产的利率以及现行的美元/日元汇率，你甚至连三个月的期货汇率都不用看；你可以从利率差额中计算出来。

但是，关键的是，这些关系当然并非总是成立。回想一下卢卡斯的百元钞票吧。零套利的假设就等于说人行道上没有百元钞票。我们知道这个假设不可能百分之百地正确。你可能从来也没有在人行道上发现过一张 100 元的钞票，但是，正如我们前文所言，这不是因为没有人丢过钱，而是因为无论何时钱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

被丢在人行道上，它们立刻就被捡走了。

因此，结果就依赖于机制。因为总会有人从人行道上捡走百元钞票，我们可以假定那儿压根儿就没有那些钞票。这一点也同样适用于像"抵补利息平价"这样纯粹套利的例子。因为获利的机会是如此的明显，而且更为重要的是，没有风险，我们可以相信这些机会总是会被人利用的，因此实际上可以假定这些机会原本就没有存在过。但是我们也只能依靠这一点，因为有一些套利专家一直在寻找这个关系不成立的例证，哪怕只是短暂的一会儿。

这儿就出现了一个悖论。为了能够假定这个以套利为基础的关系成立，它就必须在实际上经常不成立；否则，这些套利专家们就会赚不着钱。在有些情况下套利几乎没有风险，比如"抵补利息平价"，此时这个悖论虽然有趣但并不十分重要。而更为普遍的套利情况却是，我们将会看见这个悖论是既有趣又的确非常重要。

正如我们已经注意到的，套利在这个更普遍的意义上支撑着"有效市场假设论"的完整概念。实际的买卖则不必发生以便使资产充分反映全部信息。"有效市场假设论"因而只不过是建立在套利阙如基础上的另一个假设。但是这又导致我们已在前文提到的那个悖论。"有效市场假设论"只有在它有时不成立的条件下才能成立。必定有一个诱因使人参与到产生效率的套利活动当中。这一深刻见解在两个方面至关重要。

第一，是什么活动使得有人从套利中赚钱？正是对资产的估价。这个活动就是要挑选出那些估价过低或者过高的资产以便选择哪些要买进或卖出。这或许适合单个股票，但是，从逻辑上讲，它也同样非常适合整个市场。所以，尽管"有效市场假设论"似乎认为市场不可能进行估价，但是这个假设不会发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生作用，除非市场可以进行估价。

从我们的悖论引出的第二点与套利过程的性质有关，与其有关的还包括它所利用的信息，以及让个人买进或者卖出的动机。最可靠的套利条件出现在套利不涉及丝毫风险时。因此最好还是把它留给专业人士吧。我们当然不会建议投资者试图去猜透套利专家的心思，他们是靠利用“抵补利息平价”的细微偏差来谋生的。可是，如果是股票市场的价位出了差错，那位置就真的完全颠倒了。担不起风险的就会是像基金经理们这样的专业投资者了。我们在前文已经解释过，如果他们变现，他们就会减少他们的客户正在冒的风险，但是这样做他们就会拿自己的工作冒风险。尽管在今后 10 年股票的收益很有可能是负数，但变现的风险对于基金经理们还是太高了，令他们无法承担。q 告诉我们股票市场的定价已经变得非常地无效率了。这一点可能仅仅是因为变现对于基金经理们实在是风险过高。套利要冒风险时它也就变得不那么可靠了。变现对于投资者来说是没有风险的，仅仅对基金经理们才有风险。股票市场比以前任何时候都更加被高估了，其中的一个主要原因是越来越少的人自己理财，这样想是合乎情理的。

“噪音”、信息与效率

在绝对有效率的理想化的世界里，交易行为和价格形成是截然分开的。由于每个人都有办法得到相同的信息，每个人都可以计算出价格应该是多少，而不需要通过实际的买进或卖出。的确，在一个居住着完全相同的人的世界里是不会出现任何交易的。在这样一个世界，一旦有了什么新的信息，每个人都会立即根据这个新信息来重新计算将要流行的新价格，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

且，因为每个人都知道以前的价格是多少，所以也就用不着进行什么交易——价格会自然而然地跳到它们的新价位上。

大约20年以前，有一位作家和两位理论经济学家，桑福特·格罗斯曼（Sanford Grossman）和约瑟夫·斯蒂格利兹（Joseph Stiglitz），分别独立指出了隐藏在这个效率概念背后的悖论，它在逻辑上有两个主要缺陷。[12]

1. 促使市场有效率的信息实际上来自何处呢？在一个人们从来不进行交易的世界里，谁也不会有获取信息的动机。如果谁都没有获取信息的动机，那也就不会有信息了（因为信息的产生并非无须付出代价）。如果没有信息，市场也就不可能有效率。

2. 一个相似的论证思路也适合于处理这些信息的动机。如果你知道市场在有效地处理左右价格的信息，你实际上也就不需要这个信息了——你可以从中了解的每一件事情，而且这些事情都包含在价格本身之中。但是如果每个人都顺着这条思路看问题，那么谁都不会实际去制定价格，其结果仍然是，市场不可能有效率。

因此，在这两点上，完全的效率在逻辑上是不可能的。

要解决这个悖论也不难。它仅仅要求市场处于足够的无效率状态，这样就可以提供一个寻找和处理信息的动机。在这个并非绝对有效率的世界里，价格不可能绝对反映全部可以得到的信息。如果可能的话，也就没有必要费心去尝试给任何事物估价，因为一旦人们知道了价格，他们就会自动知道其价值。要排除这种可能性的惟一办法，就是看在价格上是否有一些多余的发挥伪装信息作用的“噪音”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为一个绝对有效率的股票市场是不切实际的，那么一个切合实际的股票市场一定是没有绝对效率的。股票价格也因此一定是“有噪音的”。格罗斯曼和斯蒂格利兹没有试图证明这个噪音来自何处；他们仅仅证明了这一点，即有一点儿噪音是实际市场的前提条件。然而，一旦我们承认了市场是不可能绝对有效率的可能性，要明白这个“噪音”如何能够产生也就变得十分简单。证据来自资产价格对交易量的反应方式。

在一个有效率的市场上惟一能够左右价格的东西就是信息。在理论和实践上，只需要一点儿交易，甚至没有任何交易，信息都会发生。在一个有效率的市场中，一旦有新的信息出现，其参与者都应该有同样的能力去处理这个新信息。如果他们对价格含义看法完全一致，那么也就没有必要让交易实际上发生了，因为价格将会被简单地划高一点或者划低一点。

关于什么决定价格的这个观点与另外一个观点相左，那个观点摘自古老的股市格言：

问：为什么股价今天上涨了？

答：买家多于卖家。

这个说法既是一个无用的解释，在逻辑上也是不正确的，因为买家和卖家的数量必定总是一样多。但是这个说法的确包含着一个重要理念的种子。一旦我们考虑到这个系统中也许有“噪音”的可能性，那么相当数量的交易就可能在没有新信息的情况下发生。譬如，如果“噪音”交易主要在卖家这一方，那么只有在价格下降的情况下市场才能够使买家和卖家的数量相匹配。

相反，在一个完全有效率的市场里，“噪音”是不会影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格的。如果每个人都知道价格反映信息，那么就会有许多套利者乐于以特定的价格出售股票，因为第二天情况也许会向相反的方向发展——当然这个过程会在相对较短的时间内抵消掉。(想一想下面这个比拟吧：一个店主在某一天做成了大量的生意。他不一定会认为是他的价格出了问题——也许是因为他这一天很走运——或者是因为那是个周末。)

因为在任何一天买家在数量上必定总是等于卖家，因此要确定“卖出压力”对“买进压力”是不可能的事。不过，我们可以确定交易的数量。大量的交易应该反映出卖出压力或买进压力，我们可以根据价格的上涨或下跌来判断交易量是否与价格的变化有关。如果市场是有效率的，交易量与价格的变化之间应该绝对不存在任何联系。在一个“有噪音”的世界里，在有许多交易量的日子里，你会看到更多价格上的波动。

大量的研究已经发现交易量与价格变化之间有着非常紧密的联系。[13]这种联系在交易周期的过程中是可见的；与没有交易发生时相比，当交易在进行时价格也变化异常。这也不仅仅是因为在交易周期中会产生更多的信息，通常情况就是如此。在商品市场上——最重要的信息形式是气候——也可以见到同样的现象，尽管关于气候的信息接连不断地出现，无论市场开放与否。

q、价值、以及专家的调和

我们现在需要把我们的论点集中起来。我们在这一章用了大部分篇幅重点说明，“有效市场假设论”无法解释华尔街的股价何以变得如此之高，或者效率本身是如何产生的。但是我们一开始就曾指出，有些经济学家从公司投资动机的角度来看

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

待 q，如果他们沿袭标准途径，他们就会面临诸多困惑。首先，他们关于金融市场上没有摩擦的假定令人怀疑。第二，我们注意到 q 促进投资的证据不足。可是，如果情况果真如此，q 又是如何这般强烈地向着平均数回复呢？目前知道这个困惑的人还很有限，因为有关 q 的资料尚不能随便得到；随着有关信息的进一步扩散，了解这一困惑的人会有所增加。

但是，我们的途径可以调和这些专家。q 向着平均数回复是因为价格调整的速度比净值要快得多。这会与最纯粹意义上的效率有矛盾，但是与我们在本章讨论的这种套利效率并不矛盾。可是，既然纯粹的效率本身在逻辑上是不可能的，这一点也就成了我们这个途径的一个优势，而不是劣势。

因为一个市场只能与产生效率的套利有同样的效率。在有些市场上，套利是没有风险的，而且价格对潜在价值的违背也很容易被发现，在这种情况下，可以依靠职业套利者来纠正价格，有时几乎是瞬间见效。但是我们已经看到股票市场对这些条件一个也满足不了。当股票价格偏离它们的基本价值时，套利就有风险，尤其对于像基金经理们这样的专业人士，这一点我们在第 19 章已经看到。但是，不言而喻，这种风险也不是显而易见的。假如对股票市场进行估价是件很容易的事，也就没有必要来写这本书了。

由于这两个原因，在一个仅仅有套利效率的市场上，专业人士极有可能面临不可抗拒的持有股票的压力，即使他们相信股票提供的收益前景非常渺茫，甚至是负数时。股票市场近期的表现越好，专业人士就越难以抵抗这个压力。此外，因为卖出或买进的压力可能会影响价格的变化（而不仅仅是信息会这样，正如在一个空想的有效率的市场上那样），所以，哪怕每一个在意见平衡上的微小变化都可能导致价格上的剧烈动荡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在不远的过去，正如我们在第16章所说明的，这两个因素已经很清楚地推动了价格上扬；但是历史的有力证据却是，它们会在适当的时候向相反的方向起作用。自相矛盾的是，一旦股票价格开始下跌，基金经理们会更容易抛售股票。这会进一步给价格增加下挫的压力。

因此我们研究q的方法能够以一种连贯的方式，很容易地解释q的历史表现以及它是如何成功地攀升至目前非凡的高位的。相反，我们已经看到，股票市场有绝对效率的假设却连一个都解释不了。

注解：

1. 首先，我们应该说明，我们不是惟一认为华尔街被估价过高的经济学家。我们在前文已经引述了保罗·克鲁格曼的非正式讲话。近来，由杰出的经济学家所做的更为正式的研究也得出了相同的结论，这样的例子有：约翰·坎贝尔和罗伯特·席勒，“股票市场的远期前景”，《金融分析家杂志》(1998秋季号)；苏西尔·瓦德瓦尼，“美国股市与全球经济危机”，《国家研究所经济评论》(1999年1月号)。
2. 我们应该注意，即使在经济学家中间，“套利”这一词的用法也并非总是一致。在金融理论中，这个词通常仅用来指完全没有风险而赚钱的机会。然而，更为普遍的看法是，它是用来指一个可能有或者没有风险的过程（的确，关于套利是否真的毫无风险这一问题在理论上还有一些争论）。金融经济学家通常把更为普遍的形式，也是我们所指的，叫做“近似套利”。
3. 例如，在理论上关于下列问题是有争议的：已测定的q，一个平常概念，能否作为“边际”q的有效代理人，也就是说，能否以过去同样的方式对新的投资进行估价。不过，林文夫（“托宾的边际q与平均q：一种新古典主义的解释”《经济计量学》50 (1)，1982年1月号）证明，只要竞争性市场的标准条件适当地接近可以把握，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就不会有大的问题。关于统计上的证据，有人做了大量的研究工作，近期的一个例子可参见由加布里埃尔·森森布伦纳所做的一项研究（“投资总量，股票市场与 q 模型：六个经合组织国家的强健效果”，《欧洲经济评论》35（4），1991 年 5 月号）。有一个研究考虑了金融市场也许不是完全有效的可能性，这是一个重要而又罕见的例子，参见奥里维尔·布兰查德，昌永·雷，劳伦斯·萨莫斯的“股市，利润与投资”，《经济学季刊》（1993 年 2 月号，pp.115～136）。

4. 虽然大家都称之为随机行走模型，但是更为正确的叫法是随机收益模型。这个概念是萨缪尔森于 1965 年正式提出的（“适当预期的价格随机波动的证据”，《工业管理评论》6，pp.41～49），但是这个论点的根源至少要追溯到 20 世纪初巴其里尔的著作（“投机的理论”，转载于 P·库特纳编的《股市价格的随机性》，波士顿，麻省理工学院出版社，1964 年）。

5. 坎贝尔、罗、麦金莱主编的研究生教材《金融市场的计量经济学》就资产价格的可预测性方面的（大量的）文献做了总结。该教材在验证有效市场的困难性方面也做了有力的叙述。

6. 如果所有的投资者都期待较低的收益，并且每个人都知道这一点，那么股票的价格就会上涨（从而产生较低的收益）。但是如果每个人还知道，从长远来看收益将会回调到某个稳定的水平上，对预期收益的可预测性程度将会反映在对实际收益的某种程度的可预测性上。当然这不会产生完全可预测性，因为在收益上必将仍然存在反映新信息的随机因素，就像在随机行走模型中的情形一样。注意，随时间而变化的预期收益模型的大多数先前的说法都使用股息收益率来预测未来的收益。正如我们在第 21 章中所看到的，这需要另外一个假定条件，即股息收益率向平均数回移，而这一点也是很值得怀疑的；不过在此上下文中这一点倒是次要的。

7. 更深一层的言外之意是从长期来看，资产收益也将有很大很大的风险。如果资产收益本身不向平均数回移，那么，收益就会由此变成随机行走，或者其近亲。这会使得在图 17.3 中所显示的累积收益

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的不确定性以一种巨大的速度骤增。

8.“相当好”在句中最重要。在这种框架内，要复制资产收益的这种可预测性程度并不是一件很难的事；比这困难得多的是要解释清楚为什么预期收益会发生变化。在某种程度上，这和经济学中的某些相当棘手的问题有关，而这些问题构成我们下一章将要讨论的“股本溢价之谜”的基础。

9. 哲学家卡尔·波珀指出：一个理论的重要性可以通过看它解决了多少问题来判断。按照这一说法，“有效市场假设论”几乎已经不再成其为理论了。

10. 由于 q 需要与因数 2.5 通分，而且$\frac{1}{2.5}\approx(\frac{1.05}{1.065})^{65}$。还要记住，这要假定对于投资者正在要求的较低的收益率来说，其潜在的收益率不会有任何反应。如果优先资产带来的收益率更低，那么，要让股票市场的估计价值和资产净值再次相会还要花更长的时间。

11. 这个汇率就是指当你在三个月之后想把美元换成日元（或者相反）时，其汇率会按照今天确定的某个汇率计算。这样一来，你就会完全“抵补”日元/美元汇率上未来的波动。

12. 被经济学家频繁引用的论文是桑福特·格罗斯曼和约瑟夫·斯蒂格利兹的“论信息上有效率市场的不可能性”，该论文于 1980 年发表在《美国经济评论》上（第 70 卷，第 293 页～408 页）。安德鲁·史密瑟斯的文章指出这个悖论于 1978 年 9 月发表在《投资分析家》上。

13. 关于这个话题的两篇主要文章是 E·法马的“股票市场价格的表现”，《商业杂志》38（1965 年，1 月），第 34 页～105 页，和 K. 弗伦奇的“股票收益与周末效应”《金融经济学杂志》8（1980 年，3 月），第 55～69 页。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第29章 股票风险溢价与股票市场的估价

我们在上一章已经提到，近来有人声称股票的预期收益率已经下降，不是暂时地，而是永久地下降，这一说法已经引起广泛关注。这个主张的目的是试图为目前的股票价格辩护。该主张是个矛盾体。一方面，它企图从某些真正的理论基础上获得可信性，可另一方面，用来证明它的论点却很明显地反映出，对这背后的经济研究存在深刻的误解。

以下是他们的论点：

- 过去股票风险溢价太高。
- 现在它已经下跌。
- 这说明股票市场的目前水平是正确的。

这个论证在每一步都存在问题：

- 没有证据可以说明这个主张，即过去股票风险溢价太高。
- 有确凿的证据表明它没有下跌；甚至，就在最近有迹象表明它实际上可能上涨了。
- 即使风险溢价已经下跌，要证明股票市场潜在价值的任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何变化也是一件极其困难的事，更不要说人们已经注意到它在规模上还有所扩大。

过去的收益率真的太高吗？股票风险溢价之“谜”

这个主张是这样的：在过去200年或者更长的时间里，股票的价格定低了，因此股票提供的收益率“过高”。所以有人声称股票价格近期上扬是一个一次性的调整，因为投资者们终于意识到股票的过低定价。该主张的依据通常被认为是来自“股票溢价之谜”，一场由两位知名的经济学家，拉基尼什·麦拉（Rajnish Mehra）和爱德华·普雷斯科特（Edward Prescott）于1985年发起的学术争论。[14]这篇论文提出了这样一个令人着迷的问题，即自19世纪下半叶以来，当人们面临有风险的选择时，他们如何行动的一个较为简单的模式能否与股票和现金存款在历史上的平均收益率，以及消费者被观察到的行为相互调和。麦拉和普雷斯科特发现这不行，这个结果就在那些试图理解、或者修正原始发现的经济学家们中间产生了一门小小的专题研究。

股票溢价之谜在所有已经进行的经济学研究当中是被引述得最为广泛而理解得最为狭隘的研究之一。在这个方面，它倒是挺像也许是在20世纪后半叶完成的最著名的数学研究——费马最后定理——的证明。

费马定理的魅力在于，用以叙述它的术语可以被实际上任何一个在基础数学课上没有打瞌睡的人所理解。但是尽管非数学家们可以理解这个命题：不存在满足等式 $x^n + y^n = z^n$ 的大于2的n数，x、y、z为整数，但是这个命题的证明却写满了100页数学纸，其论证水平之高只有少数一些数学家能够理解。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票溢价之谜的争论没有如此之难，尽管它是一场专家之间的争论，只有用经济学家们使用的术语才能够进行适当的讨论。但是这个谜本身可以十分容易地表述为：股票收益率与现金收益率之间的历史平均差距看上去“太高”。由于这个明显简单的叙述很容易被理解为导致与一般股票经纪人意见相投的结论，所以一般股票经纪人也不会花太多的心思去琢磨这个代数式的其他部分。

但是，顾名思义，股票溢价之谜与费马最后定理在一个非常重要的方面存在差别。它是一个谜，而不是真理的叙述。费马最后定理曾用 n 的任意值——直至 400 万——证明是成立的，此后很久安德鲁·怀尔斯（Andrew Wiles）才提供了它对于任何数都一定成立的证明。麦拉和普雷斯科特仅仅指出，被观察到的股票溢价似乎与其他信息和假定的行为模式相互矛盾。一个模式被证明与其证据相矛盾，这个证明通常被认为是以下说法的证据，即需要修改的是这个模式，而不是人们的行为。而这也恰好是麦拉和普雷斯科特他们自己的结论。[15]下面这个假设是远远不可能的，即人们在过去 200 年里一直在愚蠢地生活着，而且这个假设需要大量的其他证据来证明它，然后才能够考虑它的合理性。[16]

后来的研究充分得出如下结论：

- 对于原来使用的溢价的估计几乎可以肯定地说是言过其实了。
- 对这个模式的某些特征——在某些方面似乎很合理——进行修改，这样它就可以很容易地与历史记录一致起来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们应该强调这不一定表明这个谜已经被解决了；但这的确表明：仅仅根据经济学上的论证，基本上无法说清股票溢价在过去是否明显地“过高”或者的确“过低”。这篇论文本来蛮可以叫做“消费者的行为——一个谜”，因为它所提出的问题非常有可能通过以下方法得到解决，即设计出这种行为与历史数据更为一致的其他模式来。[17]不过，麦拉和普雷斯科特一定很高兴他们挑选了另外一个题目，因为不这样的话，他们的杰出工作就不会受到现在这样的关注。

股票溢价真的下跌了吗？

因为股票溢价之谜很有可能将通过改变我们对消费者行为的理解，而不是改变这个行为本身来获得解决，因此下面这种做法是不合情理的，即在没有确凿证据的情况下就假定股票风险溢价已经下跌。不仅这样的证据不存在，而且还有充分的理由说明股票风险溢价实际上已经上升，而不是已经下跌。

溢价已经下跌的主张只不过是重述了如下很显而易见的观点，即股票的估价，不管用什么标准衡量，近几年来已经大幅上涨。估计溢价的标准方法是使用股息贴现模式。投资者从股票上期待的收益率必定等于股息率加上股息的增长率。它一定也等于“安全”资产的预期收益率加上股票溢价。因此溢价本身可以这样来估算，即从股息率当中减去指数债券的收益率加上股息增长率的估数。[18]

这个方法——当它被保守的理论经济学家所采用时——根据现行的数据得出很低的股票风险溢价。[19]但是这正是我们所期待的。因为股票已经上涨了这么多，任何以历史为基础的方法都会显示未来的收益率很低。可以从股票上合理预期的额外

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益率必定也下降了，除非安全资产的收益率也已经同时下降。但是这种情况还没有发生。

这就是显示股票的可能收益率有多低的另一种方法。因此可以用这两种方法的任何一种来解释。要么这只是暂时的失常，这意味着股票的定价极高，要么这表示与过去的彻底决裂。[20]

下面有三个独立的证据，可以用来判断这两个主张。

- 对投资者预期的调查
- 债券的收益率
- 有同样风险的资产的收益率

如果股票风险溢价真的已经下降，它意味着投资者已经意识到这个事实，即股票的风险比他们原先预料的要低一些，并且股票的未来收益率将会比过去的低。投资者们非但没有期待长期收益率出现下降，相反，他们期待着近来异乎寻常的高收益率会继续下去。正如我们在第三章所说明的，街头巷尾的证据清楚地证明，投资者正在期待的高收益率与历史经验大相径庭。这也由调查结果[21]所证实，调查表明个人投资者 10 年左右的预期收益率高达 34%。

关于溢价证据的第二个来源是看债券的预期收益率是否也以一致的方式发生了变化。

如果股票风险溢价已经下跌了，那么，非指数债券的溢价也应该大幅下跌，由于通货膨胀是不可预测的，非指数债券也有风险。因此，如果过去的股票收益率太高，那么过去的长期债券的收益率也会太高。如果投资者对股票已经有所领悟，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么他们对债券也应该有所领悟。很显然，不可能抱有任何这样的观点。我们已经注意到，没有风险而且有不受通涨影响的债券目前的收益率大约是4%——按实数计。由于非指数债券显然要比这个风险高，有理智的投资者谁也不会优先持有它们，除非他们预期的收益率更高。但是，从历史上看，即使预期的实际收益率为4%，这也是相当地高了。

关于溢价还有第三个证据来源。股票不是投资者可以得到的比债券风险更高的惟一资产。还有别的选择，它们可以被看做是“股票替代物”，而且，从风险上讲，它们与股票有同样的特性。显然这些资产应该提供与股票同样的收益率。如果股票风险溢价要下跌，那么，股票预期收益率的减少应该反映在“股票替代物”的预期收益率的减少上。因此，关于股票风险溢价是否已经永远下跌的证据就可以这样来发现，即看这些“股票替代物”的收益率是否也以同样的方式发生了变化。答案很显然，它没有。它甚至显得已经上涨了。

创立“股票替代物”的一个方法就是通过信用市场。投资者因在股票市场上冒险投资而期待的收益率，应该可以反映在他们通过债券市场冒险借贷给公司可以实现的收益率上。这个收益率可以从“信用差价”上来判断，所谓“信用差价”是指借贷给公司与借贷给美国政府之间的收益差额。如果股票的预期收益率已经下跌，那么它可能由下列两种情况之一所引起：要么因为价格－收益倍数已经上升，要么因为投资者预期公司破产的情况会增加——这样就会抑制预期的期货收益率，因为破产公司的股票会变得一文不值。但是，委婉些说，在投资者预期破产的情况会增加时，由价格－收益率的上涨所表现出来的乐观形势极不可能发生。因此，如果高水平的现行价格－收益率是股票预期收益率下降的结果，那么，在破产情况稳定增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加的情况下，相对于上涨较少的政府债券而言，投资公司债券的预期收益率也应该有相应的下降。实际上，信用差价已经大幅度上升了。在很长一段时期内，AAA 级（即 3A 级）长期债券的平均信用差价是 0.6%，在我们写这本书时大约是 1.4%。

因此，信用市场的证据证实了投资者调查的和长期债券收益率所提供的证据。它并不说明股票的预期溢价已经下跌，相反，它提供的证据清楚地表明股票溢价很可能已经上涨了。[22]

股票溢价与通货膨胀（或再谈收益率）

关于溢价的下跌还有一种不同的论点，那就是溢价的下跌由通货膨胀率的下跌所证明。然后又声称现行的估价可以由通货膨胀的下跌所证明，这是立场的改变，而不是逻辑的改变。如果这个论点听起来耳熟，它也应该这样，因为在我们讨论收益率时所遇到的是另一副装束的它。正如我们当时所证明的，这个论点毫无可取之处。

股票溢价与通货膨胀相互关联的情况完全是统计上的巧合，这就像收益率的情况一样，无论是故意的还是无意的，完全依赖于对数据的提炼。[23]我们在前文已经提到，对股票溢价的估计显示其在过去的 20 年当中在持续下跌，在这 20 年中通货膨胀也显示持续下跌。但是，如果抽查的数据时段更长或者来自别的国家，这种关系就会完全瓦解。[24]

如果与通货膨胀联系的统计基础不牢固，那么它的逻辑基础就更加不牢固。反过来说倒是最合理。通货膨胀在更长的时间内对股票收益率应该没有任何影响，因为股票代表拥有实际资产，它会产生实际收益。但是，对于像债券或现金这样的替代资产的收益率来说，通货膨胀可能会对其有较大的影响，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些资产的收益率在名义上是固定的。债券和现金的实际收益率涨跌的主要原因是通货膨胀的忽高忽低。如果通货膨胀真的变得永远处于较低的水平，变得更为重要，更具有更大的可预测性，那么，在一点也不降低投资股票的风险的情况下，非指数债券和现金的实际收益率就会安全得多。因此，甚至正好相反，较低的通货膨胀率应该提高，而不是降低股票风险溢价。

如果股票溢价更低些：再谈 q 的等价物

但是，即使我们现在暂停做出判断，并且，尽管存在所有那些证据，依然假定股票溢价已经下跌，也还有两个非常重要的障碍需要克服。第一，风险溢价的下跌与股票收益率的下跌之间没有必然的对应关系；第二，即使这二者之间有对应关系，我们也没有理由假定它可以证明股票的估价可以接近目前的高水平。

有一点人们经常会忘记，那就是股票溢价仅仅是投资者要求从股票上得到的收益与他们预期从“安全”资产上得到的收益之间的差额。从原则上讲，如果安全资产的收益增加了，在股票的预期收益一点也不下跌的前提下，也可以出现这个差额缩小的情况。[25]从很多方面看，这都是一个更为合理的假设。图 29.1 中所显示的从 200 年的数据中提取的证据表明，尽管股票的收益率相对稳定，债券和现金储蓄的收益率却并非如此。因此，预期现金和债券的收益率上升比预期股票收益率的下跌更符合历史证据。

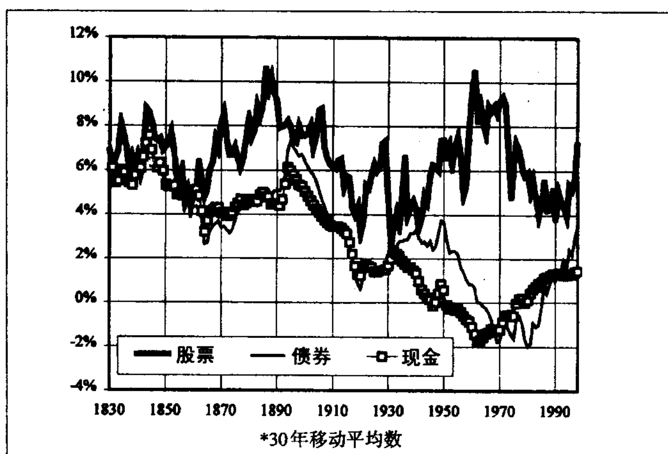
但暂时把这个证据放在一边，让我们进一步大胆设想，股票溢价的下跌将会伴随着投资者从股票上要求的收益率的下跌。这会为目前的估价提供一个合理的证明吗？一点也看不出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它会这样。其理由是我们在上一章提出的简单观点：假如股票收益率永久地下跌，那么，最终，产生这些收益的优先资产的收益率也一定会下跌。[26]

图 29.1

自 1830 年以来股票、债券和现金的实际收益率 *



*30年移动平均数

我们通过再次审视 q 的等价物——这个我们在第 26 章介绍的一个概念——可以非常简单地证明这一点。我们还没有要求我们自己相信《阿丽斯漫游镜中世界》中的白皇后认为每个人在早餐前应该试着相信的一定数目的不会发生的事情。[27]所以，为了论证的目的，让我们假定风险溢价已经全部消失了。因此，股票投资者将会很高兴地收到仅仅 4% 的收益率，这样的收益率他们目前不需要冒险就可以通过投资指数债券而获得。正如我们在第 26 章所看到的，这意味着在周期性调整的盈余收益率上一次性调节到同样的数值，因此周期性调整的价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格－收益比大约为 25（100/4）。在 1999 年年中，实际的价格－收益比大约为 35，因此按照这个原始数据，股票市场"仅仅"被过高估计了40%。但是，正如我们在第26章所看到的，如果我们要看周期性调整的价格－收益比（很明显我们应该这么做），那么我们只要直接看一下 q 就可以把它记录下来。因此，在不考虑长期收益率时，市场还是被高估了2½倍。

对这一现象的解释是，正如我们在第 26 章所看到的，假如股票收益率永远较低，那么，产生这些收益的优先资产的收益率也一定会较低。因此，其含义是在"新纪元"周期性调整之后，利润将会比现在降低许多。所以，这也就难怪那些"新纪元"的热心者们不遵循他们的假设所使用的逻辑来导出这个令人不快的结论。

当然，从理论上讲，正如我们在第 26 章所看到的，我们应该注意到，净资产至少可以部分地调整以便弥合由 q 显示的缺口。但是，我们已经看到，这种调整的程度实际上既不可能有效，而且 q 的证据表明，它也完全违背历史的经验。甚至，即使在这个白皇后于早餐前的世界中，也仍然会有巨大的诱因促使人们抛售股票（假设它只有 4%的收益率）去购买在可预见的将来产生更高收益率的其他资产。这个调整过程不会引起股票价格出现大幅度的下跌，这种情况实在是难以想像，就连那位白皇后恐怕也要努力半天才敢去想。

股票溢价：一个非问题的非答案

我们已经看到，有人试图用股票溢价之谜作为基本原理来对现行市场进行估价，这样的企图不符合逻辑，其原因有如下几点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 溢价在过去太高的假定缺乏基础。
- 没有证据表明它已经下跌。
- 某个证据表明它可能已经上升。
- 即使它真的已经下跌，那也不一定就说明股票的均衡收益率会下跌，因为安全资产的收益率可能上升。
- 实际上，历史证据显示了股票的收益率极为稳定。
- 再退一步讲，即使上述几点全都忽略掉，我们确实假定，像那位白皇后似的，股票的预期收益率已经下跌，也仍然无法避免 q 的逻辑，它表明华尔街被严重地高估了。

注解：

14. R·麦拉和 E·普雷斯科特的“股票溢价：一个谜”，《货币经济学杂志》（1985 年 3 月），第 145～162 页。
15. “我们的结论是，很可能某个冲突的均衡模式能够成功地解释这个大的平均股票溢价。”[麦拉和普雷斯科特（见前文所引）]。
16. 的确，做出这样的假设完全违反主流经济学的方法，该方法认为，人们的行为合乎理性这样通常的设想可以由下面的假定得到证明，即人们会从其错误当中吸取教训。假如吸取教训需要花去 200 年的时间，那么理性的执行机制也实在是太乏力了。
17. 已经有人提出了解决此谜的几个方案，它们涉及到消费者行为的不同模式。近期的例子有坎贝尔和科克雷所写的“按照习惯势力：以消费为基础来解释总体股市表现”，1997 年；贝纳茨和塞勒的“避免因缺乏远见所造成的损失与股票溢价之谜”，《经济学季刊》，1995 年；以及康斯坦尼德斯，唐纳森和麦拉的“年轻人不能借债：股票溢价之谜的一个新视角”，NBER 工作报告第 6617 号，1998

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年。

18. 另外一种方法是从收益率中推出预期股息增长率，其原因我们已经在第 26 章做了说明。结果是，这样的方法看起来像是把收益率减去实际利率。

19. 例如，前文提到的苏西尔·瓦德瓦尼的论文所使用的方法很像奥利维尔·布兰查德的“股票溢价的运动”，《布鲁克林经济活动论文集》，0（2），1993 年。

20. 通过注意以下几点就可以看出这个决裂有多彻底：（a）只有在以前从未发生过这样变化的情况下，这个看法才能和历史的经验相调和，因为如果发生过，那么，西格尔常数就不会显得在 200 年的时间里一直是个常数；（b）因此，其含义就是，这与在上一章讨论的随着时间而变化的预期收益率的情况有明显的区别，那个收益率要求，如果西格尔常数短期内不是个常数的话，那么从长期来看就是个常数；（c）由于在上一章提到的原因，只有在这样的变化将来永远也不会再发生的情况下，它才会有意义，否则，这就意味着收益率没有在向着平均数回复，其结果是，股票的风险将会比以前高得很多很多。

21. 出处见上文提到的苏西尔·瓦德瓦尼的文章。

22. 史密瑟斯公司于 1999 年 1 月出版了一份题为“综合证券”的报告，作者为丹尼尔·穆里、安德鲁·史密瑟斯与斯蒂芬·莱特，这份报告显示投资者何以能够通过将与指数相关的政府债券与信用差价结合起来创建“替代股票投资组合”。对于相同级别的不稳定性和风险而言，这种投资组合的收益率正常情况下与投资股票的收益率是一样的。不过，它也的确会有变化，目前的风险与收益率之间的比益要远远好于历史上的风险与收益率之间的比益。证明特长期收益率的证据也同样能证明“有效市场假设论”的修改版，譬如由 q 所提供的修改版。它与该假设的有变化的收益率版则不一致，这个版本要求在股票和信用市场上都能发现相同的收益率上的变化。

23. 在无意的数据提炼的例子中，我们不幸包括了在前文所引述的布

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兰查德教授的本来可能很迷人的研究。在他的辩护性文章中，布兰查德仅仅提到通货膨胀与他估计的风险溢价之间的相关性，他还提到这一点难以解释。

24. 苏西尔·瓦德瓦尼曾经支持过一个与此相关的观点，但在前文引述的论文中放弃了这个立场，他提供的证据表明这两者之间不存在稳定的关系。

25. 实际上，麦拉和普雷斯考特模式的含义有一点很少被人注意到，那就是，如果溢价的下跌是因为普通投资者的风险规避程度出现明显的下降，这就意味着在溢价减少的同时，股票的收益将会上涨。那些“过分”规避风险（假设如此）的储户倾向于更多地储蓄，因而压低收益率。如果他们不那么过分的话，收益率就上涨。

26. 由于最初的麦拉和普雷斯考特架构极为抽象，这个问题那时没有出现。他们的模式假定股本完全是“外生的”（参见第 26 章我们关于这个问题的讨论），因此所有的调整必须按照股票市场的估价来进行。

27. 下面这段摘录选自路易斯·加乐尔的《阿丽斯漫游镜中世界》(1871)，它表明那位白皇后错过了一个证券经纪业的辉煌生涯。

阿丽斯笑了。

“试也没有用，”她说：“不会有的事情横竖是没法子信的。”

“我敢说你是没狠练习过的缘故。”那皇后说。“我像你那么大的时候啊，我每天老是练半个钟头。哼，有时候我一大早还没吃早点就已经信了六样不会有的事情了。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第30章 股票经纪人之间关于q的争论

股票经纪人对q提出的异议与经济学家们提出的异议大不相同。乍看起来，这似乎有点儿奇怪。如果经纪人的异议中有什么可取之处，经济学家们可能很快就理解它们了，因为对理论提出质疑、对假设进行验证、以及就细节展开争论是理论经济学家的谋生之道。实际上，它并不像看起来那样奇怪。股票经纪人提出的异议与经济学家们的异议不一样，这是因为他们各自的目的不一样。股票经纪人真正提出异议的并不是q背后的争论，而是这些争论所导致的结论。当我们逐个考虑其异议时就会明白这一点，事实上，股票经纪人很少允许像证据和逻辑这样不起眼的细枝末节来妨碍他们的争论。

"低资本"经济的神话

股票经纪人的一个普遍看法就是q与制造业有关但与服务业无关，因为在服务业上需要的资本没有前者多；甚至，因为经济越来越以服务业为中心，我们应该完全忽略q。这个看法是对经纪人经济学的本质的一个绝妙阐述：第一，因为q的相关性独立于所运用的资本量；第二，因为拿不出任何证据来证明这个假定，即服务业比制造业需要的资本更少。

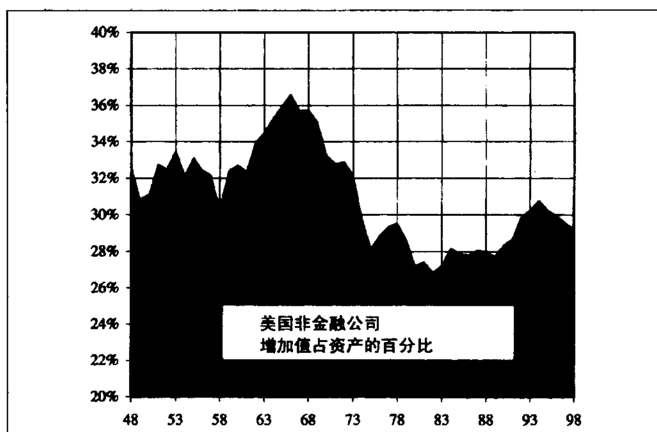
产生下列两种看法中的任何一种都是错误的：服务业不需要资本；如果它们也需要资本的话，服务业的收益率会高于制

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造业。对于服务业和制造业这两个行业而言重要的是竞争。如果这个经济是竞争型的，那么资本的收益率在服务业和制造业就会是相同的。当然，由于运气好和判断正确的原因，所有行业的不同公司之间都会在平均收益率上有所变化。但是，假如某一个行业趋向显示出高于平均水平的收益率，那么该行业的业内公司就会加快它们的投资计划，而业外公司则会寻机加入。出于同样的原因，资本不会被吸引到收益率低于平均水平的行业。所以其结果就是总处在一个将收益率拉向平均数的过程之中。

图 30.1

产量－资本比率



服务业比制造业需要资本更少的想法受到如此广泛的认同，以致于一旦发现证据表明这个观点或许建立在非常动摇的基础之上就会令人大吃一惊——至少在我们考虑股票市场时有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关我们感兴趣的部分是这样，而股市属于公司。我们意识到使用证据可能会使我们面临被认为是扫兴者的指责，因为我们正在号召使用一种技术，而对于这种技术，股票经纪人骄傲得不愿屈就。不过，看到证据与这些主张相互矛盾也是件有趣的事。图 30.1 显示公司所需要的资本量近几年来并没有在下降，尽管服务业的重要性一直在上升。

也许更令人吃惊的是，有证据表明，就人均来看，服务型公司可能比制造业公司使用更多的有形资产资本。一份近期英国政府的报告——无论报告的数据是以英国还是以其他主要国家为基础——表明情况就是如此，至少在大公司是这样。[28]

这个证据只与公司有关，而不与整个经济有关。许多小规模的服务型行业，像报纸投递、理发以及擦鞋等，需要的资本很少，但是也有许多大规模的服务型行业，像宾馆饭店、民航运输以及超级市场等，它们对资本的需求很大。那些需要大量资本的服务型行业由公司来资助是很自然的事。不组成公司就想大规模筹集资金几乎是不可能的。

因此，服务业比制造业需要更少的资本的假定对于公司来说不一定是真实的，而且，即使这个假定是真实的，也没有理由期待服务业比制造业的资本收益率要高。所以，认识到下面这一点很重要，即 q 与服务型经济的相关程度和它与制造型经济的相关程度完全一样。资本向服务业的转移可能导致公司对经济的贡献进一步减少；但是，无论公司有多大，它也需要资本，因为那就是它存在的原因。

“无资本”经济的神话

公司需要的资本在减少这一看法有时遭到严重曲解，似乎

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

它们几乎不需要任何资本。这些主张通常会提到知识、研发、软件以及一般意义上的“无形”资产。这些开发本身是没有什么争议的；但是它们对于 q 的情形一点也没有影响。

支持这些主张的论证一般都含糊不清；因此我们将给这些论证强加上它们的拥护者通常忽略的结构。要做到这一点，我们把无形资产分成两个截然不同的类型：一类是花钱购买和付出代价得来的无形资产，另一类是不花钱购买和付出代价得来的无形资产。

大多数无形资产属于第一种类型，也就是说是用利润作代价换来的。因为在 q 的比值中处于这个比值底部的资本净值，仅仅是净利润的累积值，所以，任何用代价换来的无形资产都会影响资产净值。因此，像软件和研发这样“付出代价的”无形资产越来越重要，这种日益增长的重要性会导致资产净值的少报，这种看法实际上只不过是主张利润被少报了。

当然，所有形式的资本，无论是有形的还是无形的，最终都必须从利润中付出代价。可能出现的惟一差别在于这两种付出的计时。有形资产是通过从利润中扣除折旧逐渐付出的。因此，无形资产显得与有形资产不同的惟一可能的方式，就是它们实际上在短短一年中就全部折旧了，尽管其收益也许还要持续（稍微）更长一段时间。无形资产的这种更快速的折旧实际上是给了公司一个优势，意识到这一点很重要，因为这使得无形资产得以全部免税。因此，无形资产实际上就有了隐形补贴。标准经济学和大量的证据都支持这样一个命题，即当一种形式的资本有补贴或赋税而另一种没有时，竞争会确保双方补贴后或税后的收益率持平。因此，与其他资产相比较而言，把无形资产当做实际上的经常项目开支来对待，只会压低无形资产的收益率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果公司产量和公司利润两者当中有一项指标与记录资产相比显得较高，那么认真地对待这些论点会更容易些。但是图 30.1 显示，关于前一个指标绝对没有证据；并且，我们不久就会明白，关于后者也同样缺乏证据。

另一种主要类型的无形资产是那些没有付出代价而得来的无形资产。在此我们运用米尔顿·弗里德曼的“没有免费的午餐”的原理。很显然，任何一个人都可能偶尔白吃一顿午餐，可能甚至还不止一顿，但是这只有在另一个人付账的情况下才有可能。总体而言，吃饭显然是要付账的。总体而言，惟一不需要付账的午餐就是没有吃的午餐。这一点也同样适用于那些没有付出代价的无形资产的总计价值。它们的总计价值一定是零。那些记录进入 q 的资产净值数的统计员们对待这些资产使用的正是这种方法；而且那些统计员们做得非常正确。

主要的例子是“商誉”。公司经常把商誉包括在它们的资产负债表中，就单个公司而言，它们这么做是有道理的，由于无形资产，比如专利和商标，都有价值。但是，无形资产只有在它们使得公司获得高于平均收益时才有价值。如果公司在不拥有商誉的情况下可以获得同样的收益，那么，商誉有其价值的说法就得不到证明。如果无形资产无助于改善公司的业务，就不会有人愿意去购买它，而没人要的东西是没有商业价值的。但是，总体来说，公司不能赚取超过平均数的收益。所有公司的资本收益一定与它们的平均收益相同，这一点应该很清楚。很抱歉我们不厌其烦地解释这一点，但是我们常常看到股票经纪人的报告，这些报告都含蓄地假设这个条件不必使用。在这些报告中，公司的估价经常显得是在沃博根湖的假设的基础上做出的，正如我们在前文所提到的，在沃博根湖地区，所有的儿童都超过平均水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从总体上讲，公司只能获得平均收益的事实并不是说所有的公司在所有的时候获得的收益都一样；它仅仅表明收益低于平均水平的公司一定和收益高于平均水平的公司一样多。那些收益高于平均水平的公司有理由声称它们有商誉，但是，这必需有相同数量的“负商誉”来抵消。只要稍加思索就不会感到奇怪。我们已经指出，资本一旦投入就不可能轻易撤回。工厂的废料价值远远低于其成本，而且如果没有额外经费，员工也不能被解雇。许多原因都可能使公司的价值低于它们的资产价值，比如：对其产品的需求可能下降、它们的制造工艺可能变得过时、或者它们可能竞争不过外国公司。

因此，在竞争型经济中商誉会存在，但是它只会适用于那些收益超过平均水平的单个公司。收益低于平均水平并苦苦挣扎的公司不会在它们的资产负债表上登记它们的“负商誉”，这也是可以理解的，但是它仍然和商誉一样是真实存在的，而且必须和前者数量相同。因此，当公司的价值被作为整体来考虑时就不可能有商誉。这再一次说明了我们以前提出的一个观点。分析家们用来对单个公司进行估价的寻常方法不可能很恰当地运用到公司整体上。

在实际当中，商誉和好运之间经常有一种紧密的联系。获得好评的简·奥斯丁（Jane Austen）传记的出版商也许会发现，在电影《理智与情感》和《爱玛》受到欢迎之后，该书的销售量会猛然大增。由此带来的获利性的上涨会表现在更好的商誉上，并且在获利性的上涨持续时将会受到出版商的热烈欢迎。但是，如果哪位出版商时运不济，和路易莎·梅·奥尔科特（Louisa May Alcott）的传记作家签订了出版合同，他将会看到利润有相应的下降。除非市场对传记的需求出现增长，那样就会需要更多的资本，否则净效果将会为零。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

标准股票经纪人对于 q 的异议，涉及到商誉和资本在服务型行业的重要性方面的模糊认识。还有其他一些异议也有人提出来，而我们很可能没有看见全部这些异议。但是，我们却看到了由一家著名的经纪公司近期发表的一份上市证券表，这家公司我们希望它具有相当的综合性。据称……

> ……真正的公司净值除了有形资产的重置价值以外还包括许多其他因素。这些包括以下不可计量的因素，如管理能力、特许经营价值以及工人的培训等。

单个公司的价值与公司整体的价值之间的混淆不清在这份上市证券表中体现得很充分。在任何时候都有某些公司比别的公司管理得更好，而那些管理得更好的公司就比其他的公司价值更高。但是变化不定的管理质量不会提高公司的整体价值，因为较差的公司其价值要打折扣。任何由更好的管理带来的更高收益都是暂时的，而且由于更能干的管理者要求并获得了反映他们劳动价值的奖励，所以也就把这些收益给抵消了。

企图进一步弄混这个问题——通过把管理和工人培训也包括进来——反映出某种绝望，因为这些是属于个体而不是属于公司的个人技能。它们代表“人力资本”，自从奴隶制被废除之后，它们就不能属于公司了。在一个竞争型经济当中，付给管理者或工人的报酬低于他们的劳动价值是不可能的。任何商誉——由于比其竞争者有暂时优势而附加于公司的——都会被相对管理较差的公司的同样暂时的负商誉所抵消。也许是因为管理和劳动变得具有更大的流动性，而股东们又不太情愿忍受较差的业绩。这不会改变以下这个事实，即总体价值并没有因公司之间能力的差别而增加。它只会缩小好坏之间的差距。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特许经营权的问题只不过是竞争中起关键作用的一般性问题中的个别例子而已。这是因为特许经营权只有在它具有能给其拥有者带来某种垄断利益的因素时才有价值。这儿关键的问题是，特许经营权是否严重地曲解了下面的假设，即这个经济整体上说是竞争型的，如果是这样的话，这个因素在最近几年是否显著地增加了。似乎没有任何理由认为这个因素是显著地增加了。在许多行业，比如电信业和烟草业，来自街头巷尾的证据证实特许经营权的价值是下降了而不是上升了。在其他行业情况无疑正好相反。但是，整体而言，从企业传来的一般意见证实所谓的“定价权”是受到了侵蚀而不是得到了增强，定价权就是指公司为了抵消需求下降或成本增加等因素而维持或提高其价格的能力。[29]

所有形式的知识产权都会带来与特许经营权同样的问题。例如，专利权和版权对其所有者具有真正的价值。这个要么可以损害别人的利益，要么可以给公司整体增加价值。因此，“浮法玻璃”的发明对皮尔金顿玻璃厂——该生产法的发明者——是一个很大的促进，但是对他们的竞争者却是一种威胁，并且降低了他们工厂的价值，这些工厂由于这项新发明而遭到淘汰。同样地，一种新药会取代旧药的销售。即使它能够治疗以前的不治之症，它也会影响其他资产的收益。例如，治疗肺结核药物的发现导致了瑞士的多家疗养院关门。

总之，知识产权要么是一种形式的商誉，要么代表一种可以给公司增加总体价值的资产。这二者之间的区别在于它带来的额外收益要么是以损害别的公司的利益为代价，要么就会导致垄断利润。单个公司的价值既包含商誉因素——它可能包括对管理能力的补贴——也包含产生垄断利润的任何要素。但是，从公司整体的角度来看，商誉会被负商誉正好抵消，因而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不会有整体价值。只有在由于竞争减弱而产生超额利润的情况下，才会出现在公司的整体价值中包括无形资产价值的情况。因此，认为 q 忽略了知识产权和其他无形资产的价值的观点是站不住脚的。这些观点的形成是由于他们混淆了两个本来独立的问题。它要么是个商誉的问题，要么是个竞争的问题。商誉没有一点整体价值。对于单个公司而言，它反映超出平均水平的收益率。这些一定是存在的，因为收益率围绕着平均线上下变化，但是不可能有什么整体商誉，因为平均收益率与平均水平相同。然而，竞争是一个潜在的实质内容。如果经济变得缺乏竞争性，那么，相对于它们的资产净值而言，公司在整体上就会比以前更有价值。我们将考虑这个可能性，但是应该强调我们还不知道有下列这种主张，即竞争性的下降是现行股票价格的估价理由，很显然，q 显示的高估程度会使这些主张显得荒谬可笑。

竞争的重要性

从以上对股票经纪人的异议的分析可以看出，它们实际上分成两类。第一类是混淆，这种混淆在很大程度上是由于未能区分适合于单个公司的估价方法和对公司整体进行估价所要求的方法。第二类是知识产权问题，它们只有在成为经济学家的关键问题的一部分时才合适，这个关键问题就是竞争。经济学家们都普遍认为这不可能成为一个严重问题，而我们已经对这种街头巷尾的证据进行评论来支持这种观点。然而，依靠统计证据——如果能够找到统计证据的话——而不是街头巷尾的证据，显然更可取。需要回答的问题是，近几年来在竞争性环境方面是否发生了什么显著的变化。最明显的调查方法就看实物

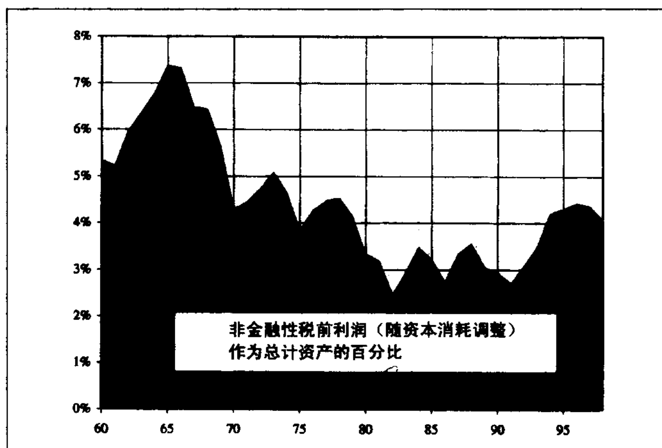
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产的收益率是否已经发生了变化。如果没有，那么，在竞争的基本层面发生变化似乎不可能，因为那将意味着公司给它们自己强加了一个自我否定的法令，这样它们就拒绝了从竞争的减缓中获利。我们在前几章已经看到，营利性随着经济周期而变化，因此有必要对几个周期的变化进行比较。

图 30.2 显示的是自 60 年代以来公司资本收益率的变化。从图上可以看出，这表明目前的竞争至少与前几个经济周期一样激烈——如果不是一样激烈，事实上，也应该是更加激烈——因此，的确很难认为营利性在目前看上去很高。

图 30.2

公司资本的收益率



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后一招

在本章快结束时，我们要简单地看一下几个论点，这些论点通常代表那些发觉 q 的结论不合心意的人的最后辩词。仅仅是出于完整性的考虑，我们并不以什么特别的顺序来叙述它们。

“钱墙” 的论点

“对，你的逻辑可能是正确的，”这个论点通常这么说，“但是请看一看所有投进共同基金的钱吧。只要钱被不断地抛进股市，它就只可能上涨。”从一个方面看，这个论点完全正确。我们在第 28 章看到，除非股市绝对有效率，否则，当“买家多于卖家时”价格就会上涨。这属于一般性的论点，它们是对目前股票市场估价的解释，而不是证明。可是这儿有两个相当重要的反驳论点。

第一是提醒你们注意我们在第 16 章中提出的证据，从最终意义上讲，美国股票市场的惟一买家是公司自己。也许有“成墙的钱”投进了共同基金，但是用从中大量流出的钱来抵消它绰绰有余。我们在前文看到，一般美国家庭几乎不储蓄。可是要记住的第二点，也是关键性的一点是，重要的不是存了多少，而是存在哪里。世界上最踊跃的储户在亚洲，经常在那些股市已经从其最高点大幅度下跌的国家。这些股市的下跌不是因为这些国家没有储蓄，而是因为储户不购买股票。表 30.1 显示美国、英国和日本等国家的人们在偏爱流动资产上的巨大反差。即使美国储户的谨慎程度增加一小点也很有可能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导致成墙的钱流出股票市场。显然，到那时，这个论点与股票价格就会背道而驰。

表 30.1

以银行存款方式持有的家庭金融资产比率

国 家	以存款方式持有的资产
日本	62%
英国	22%
美国	16%

"世界变得更安全了"……

……是人们经常这么说的另一个主张，通常是指自 80 年代初以来美国没有出现严重的经济衰退。这个论点经常认为，如果经济环境变得更安全了，那么股票也变得更安全了。在本书的最后一部分我们将会看到，实际上有一个很有说服力的论点，那就是主要因为目前的股市泡沫被忽视了，世界没有变得更安全。同样，粗略地看一眼亚洲经济所经历的困难会给你一个强烈的提醒，即在美国以外，这个世界近来证明是一点也不安全。但是，关于这个论点的关键一点是它的毫不相干性。无论其他地区的经济发生了什么，也绝对没有股市已经变得更安全一点了的证据，况且它也没有必要这样，即使经济生活的剩余部分会变得更加安全。除了经济的风险性之外，股票还可能由于别的原因而变得更加不稳定。关键的问题不在于经济是否变得风险更小，而在于股票是否这样。

股票没有变得风险更小的证据可以从期权市场的表现看出

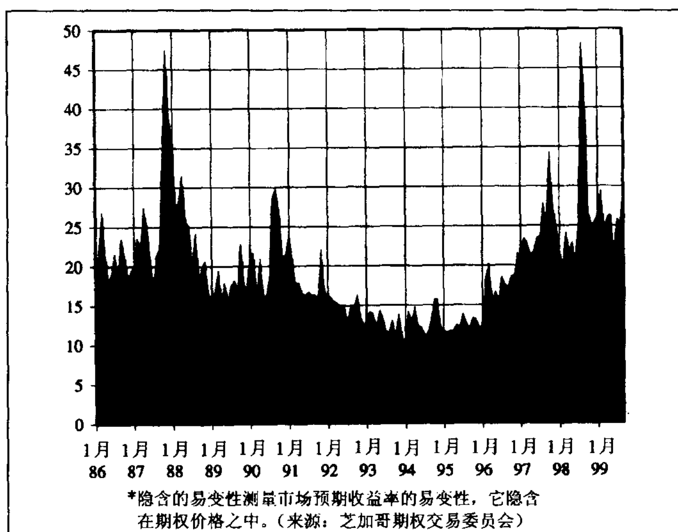
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来。从期权的价格可以知道市场对于股票收益率“易变性”的估计。股票收益率目前一点儿也不低，正如图 30.3 所示。[30]

至少，在这一方面，从金融市场上得出的价格似乎相当合理。即使经济的剩余部分的确变得更稳定，但关于人们为什么会期待股票收益率保持相同的易变性有一个非常简单的原因，其解释是资产净值的收益率可以通过举债经营率的增减很容易地改变其易变性。

图 30.3

隐含的易变性*



*隐含的易变性测量市场预期收益率的易变性，它隐含在期权价格之中。（来源：芝加哥期权交易委员会）

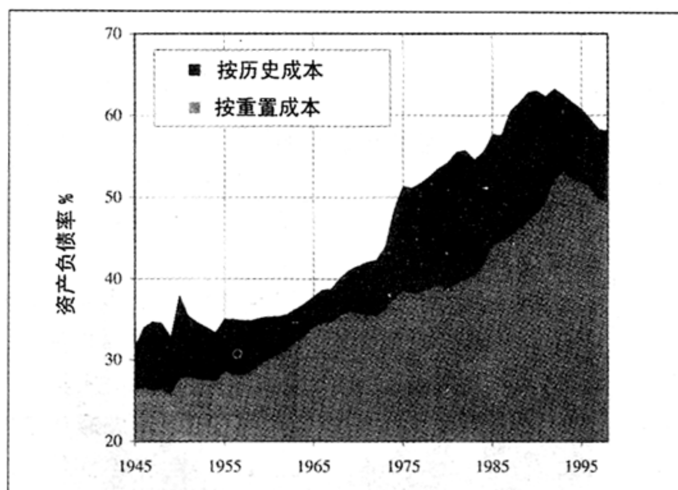
的确，如图 30.4 所示，自第二次世界大战以来，总体经济一直很明显的在稳定性的增长，它一直伴随有举债经营率的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

稳步上升。如果经济要变得进一步更加安全（我们对此表示怀疑），这也许，并且极有可能，会被举债经营率的进一步增加所抵消，从而使基本收益率的易变性保持不变。

图 30.4

美国非金融公司的举债经营率



“公司资产的国民核算计量值远不及公司核算数据可信”

这个论点不大可能被用来证明目前的股票价格，但是它没有得到任何证据的支持。事实上，情况正好相反。以国民核算方法为基础的资本的计量值必须与利润数、以及国民核算的其他因素相互一致，这个事实是对它们有利的明显标志。我们已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经指出过以下事实，尽管有明显的诱因让公司的会计们想出更灵巧的办法来提高记录利润，但是却没有这样的诱因来让他们降低利润。这一点也同样适用于公司的资产负债表。就整体而言，这一点对公司资产负债表的一致性绝对没有任何制约。结果是，譬如，没有任何“商誉”与“负商誉”相抵消的条件。

“历史并不重要”

这个长长的论点是这样的：“股票在过去仅带来 $6\frac{3}{4}\%$ 的收益率这个简单的事实并不表示这个数字与未来的收益率有什么联系；q 在过去向着平均数回复也不表示它在将来也会向着平均数回复。近几年来，收益率比过去高出了许多，而 q 也没有显出要向着平均数回复的迹象。”

很显然，有关未来的观点在它们被刚刚提出时是根本不可能被证明是错误的。但是，我们很难想像这样一个世界，在这个世界里，我们没有使用过历史证据。这样的主张并非真正主张历史一点儿也不重要，而只不过是主张历史应该透过选择性过滤镜来看罢了，只有对提出的论点有利的证据才被采用，这样的主张是多么频繁，想一想真令人惊奇。一旦我们允许采用某个历史证据，我们也应该允许采用所有的历史证据。

结论：q 与股票经纪人的经济学

我们在本章一开始就指出，经济学家们没有理会股票经纪人对 q 的异议，其原因是由于他们的论点所依靠的是修辞上的严密，而不是智力上的严密。我们在本书的不同章节中指出过，股票经纪人不会因为干他们的工作，即销售股票，而受到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

指责。他们不停地变换用来估价股票的标准，这样他们仍然可以声称股票具有良好的价值，他们在这方面所表现出的机智是下面这个警句的一个突出例证：需要乃发明之母。然而，对于投资者而言，这却是既迷惑人又误导人的做法。从股票经纪人的角度来看，我们这种在检验论点时引用证据的习惯无疑是招人恨的。不过，我们希望当你下一次遇到这样的论点时——因为你肯定会遇到——它将证明对作为一个投资者的你会有所帮助。

注解：

28.《1998 年卡佩克斯记分牌》，英国贸易与工业部出版。

29. 这个论点甚至经常被股票经纪人在其他场合所使用，他们（很错误地）认为这个可以解释在物价上涨方面明显的长期减缓趋势。当然，对营利性的真正影响很容易地被忘却了。

30. 我们在第 17 章注意到，如果股票收益率作为整体的易变性要保持不变，随着股息收益率的降低，收益上的资本增值因素需要变得不那么易变。由于这个原因，股价指数可能在近几年看起来更稳定一点；但是对于总收益率却没有这样的证据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第八部分
q 与美国经济

在这一章，也是本书的最后一章，我们将把注意力从股票市场移开，转而看看 q 对于美国经济的含义。在第 31 章我们将揭示过去的股市泡沫的后果。紧接着在第 32 章，我们将考虑在艾伦·格林斯潘领导下的联邦储备委员会是否早就应该采取措施来避免这个潜在的灾难性结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 31 章 q 在过去的下跌与它们的经济影响

历史背景

在第 7 章，当我们在回首股市的历史时，我们看到真正极高的高估——类似我们目前的情况——在 20 世纪仅仅发生过 5 次。人们似乎需要 20 年左右的时间来忘记过去泡沫的愚行以及这些愚行所引起的问题。

图 31.1 显示极高 q 的周期如何总是紧跟着出现严重的经济衰退。[1] 事实上，只有在 20 年代初和 40 年代末的两次经济衰退之前没有出现高 q 现象，而这两次经济衰退出现在两次世界大战爆发之后。表 31.1 显示，这 5 次严重泡沫的每一次，当 q 上升超过其平均值 50% 以上时，都紧接着出现真正严重的国民生产总值的下降。每次国民生产总值的下降都伴有高失业率和大量破产的不幸局面。因此，它们显示经济管理上的重大失误。

很显然，因为避免这些失误的重复出现应该是政府和中央银行的目标，所以思考一下严重经济衰退紧跟 q 的极值而来的原因是有益的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图 31.1

q 与美国几次严重经济衰退

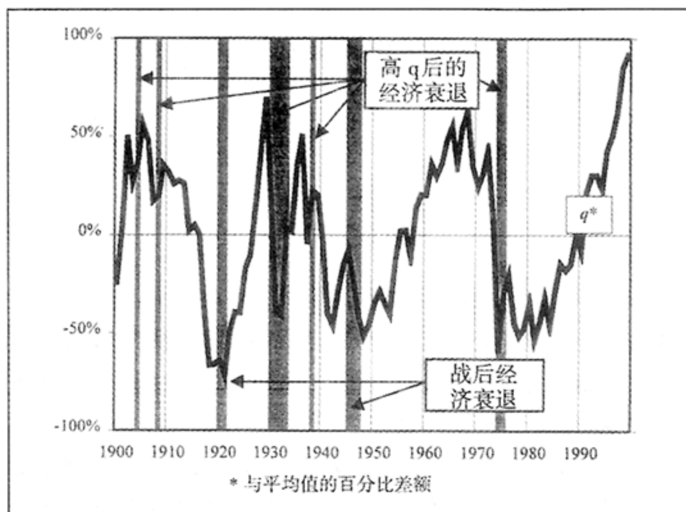


表 31.1

高 q 与随后的经济衰退

高峰 q 年	高峰水平	随后的经济衰退年	GDP 下降值
1906	1.75	1908	－8.3%
1929	2.01	1930～1933	－27.0%
1937	1.65	1938	－3.6%
1968	1.88	1974～1975	－3.1%

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

q 与资本成本

q，我们已经指出过，基本上是一种度量股本成本的方法。当 q 高时股票就便宜，当它低时股票就贵。股票不是资本的惟一形式；显然债券和银行贷款也很重要。不过，股票是最基本的。公司与个人可以全部通过股票来融资，但是他们不可能全部通过借债来融资。因此，关于资本成本的大部分讨论都沿袭经济学入门教科书的路子，把重点放在利率上而不是放在股票成本上，这种做法也许不合适。

但是，在过去的 30 年当中，经济学家在探讨股市的含义并把它们包括在关于资本成本的讨论中这方面比以前更加愿意得多。这似乎是一个安全的预报，预示经济学教科书将来不会再写"似乎利率与资本成本是一样的"。或许由于学者们显得行动迟缓，而记者们一般更加落伍，所以根据以往的经验，还要过更长的时间金融出版界或政治家们才会开始考虑股市与利率在经济影响方面具有同样的重要性。

因此，目前，经济学的大众化讨论一般都假定，利率变化对经济的影响远远重要于股市水平变化的影响。这真是双倍地不合适，因为股市的水平不仅决定股本的成本，而且影响借入资本的可用性，因而也影响其成本。税收方面有一件令人遗憾的怪事，那就是公司获准在对其纳税义务进行审核之前从其利润或收入中减去其利息，在很多情况下个人也一样。[2] 这意味着，相对于股票筹资而言，税收制度对债务成本进行补贴。借贷能力因而成为决定资本成本的一个重要因素。即使考虑债务成本，重要的也不仅仅是利率。当股市强劲时，大多数银行和其他贷款人倾向于把股票价格的上涨看成是实际财富的永久增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加，而不是一时的波动。结果是贷款随着股市的上涨而增加，而这又给降低资本成本造成双倍的影响。因此，股市的高涨仅仅通过使贷款更容易得到就降低了融资成本，即使一点儿股本都没有筹集到。

因此，由 q 的高或低所引起的问题与假如利率处于错误的水平而产生的问题基本上是一样的。如果中央银行把利率控制得太低，那最终会产生通货膨胀，如果把利率控制得太高又会引起经济衰退。股市的反应也一样。如果股市太高它会最终导致通货膨胀，如果太低就会出现经济衰退。[3]

储蓄与投资

价格错位的资本对经济的影响是一样的，无论它来自处于错误水平的利率还是股市。它扭曲储蓄的供应和对投资的需求，尽管价格错位的股票对经济的影响机制与利息错位的影响机制有显著的差异。这主要是由于人们期望值的不同。当短期利率太高或太低时，人们一般不会预期它持续下去。然而当股市出现错位时，人们的预期一定是，这样的错位会永远持续下去，因为如果没有这样一种预期，股票的价格就会变化。

我们已经在第 16 章看到，当 q 极高时，它对储蓄和投资产生具有危险性的强大影响。美国家庭的储蓄在近几年已经下降，而投资却随着股市的上涨而增加。

导致储蓄下降有两个独立但又相关的因素。第一是直接财富效应。随着那些拥有股票的人变得更有钱，他们就能够在退休时比拥有股票之前享受更高标准的生活。[4] 当投资者面临退休时更高标准的生活前景时，他们的反应一般会是减少储蓄，以便，甚至在他们退休之前就可以，享受到拥有更多财富的好

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处。

引起储蓄下降的第二个因素是过去股价的上涨对投资者将来的期望值的影响。调查表明，投资者不仅期望股价在暴涨之后维持在高位，而且期望这样的上涨继续下去。投资者们期望不必有很多储蓄就能够舒舒服服地退休。这其实是如下想法的一个不幸的例子，即认为一个人可以把蛋糕吃掉而手里还会有那块蛋糕。当投资者的期望值符合理性时，他们知道，如果他们想要有一个舒服的退休生活就不能把所有的收入都消费掉。在股市泡沫里，这样的想法被认为是过时的。按照新的模式，储蓄被看做是一件既麻烦又没有必要的事情。

正如高 q 导致低储蓄一样，我们已经看到它会导致高投资。正是通过这种刺激投资和抑制储蓄的双重作用，高 q，如果不加制止，会最终导致通货膨胀。要避免通货膨胀就必须有足够的储蓄来给所有的投资项目融资。不过，这是对世界整体而言。近来，美国一直没有接近足够的储蓄来给它自己的投资项目融资，但是因为世界上许多其他地区都出现了经济衰退，因此，国外的储蓄能够填补这个空缺。美国经常项目下对世界其他国家和地区的赤字出现迅猛增长，这一状况已经遭到许多政治家的抨击。然而，如果不是这样，通货膨胀早就加快速度，而股市泡沫也已经破裂了。

泡沫如何破裂

最终，所有的泡沫都会破裂，因为，如果不加制止，它们会引起通货膨胀，但是它们可能由于别的原因在此之前很早就破裂了。即使通货膨胀使得泡沫破裂了，其后果也经常是一阵价格下跌。那根刺破泡沫的针可能与针刺的结果不同。因此，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回头看看以前的泡沫，思考一下在每一次事件中，什么是引起泡沫破裂的表面原因，以及当时的经济是如何反应的，这样做也很有趣。

表 31.2 显示了在 20 世纪每一次破裂的泡沫的一些相似特征。在每一次事件中，通货膨胀在受到抑制后又会抬头，信贷条件就会紧缩。[5] 通货膨胀与利率上涨是最有可能导致一个泡沫破裂的方式，但是它们也不是惟一的方式。因为被高估的市场是建立在过分的期望值之上的，这些都可能在利率没有变动的情况下发生变化。随着期望值的上升，它们就产生过多的债务积累，在某个时刻，借方或是贷方，或者是双方，将会变得紧张起来，从而愿意削减债务。挑破信心的那根针有可能是利率的上涨，但也不一定。

表 31.2

泡沫、通货膨胀、针及其后果

泡沫年份	上一年度通涨率	本年度通涨率	针	随后三年的通涨率	在经济衰退期间 GDP 的变化
1906	0%	0%	利率上涨了	0%	-8.3%
1929	-1%	0%	美联储提高了利率	-20.2%	-27.0%
1937	2%	1%	美联储提高了银行储备金率	-2.3%	-3.6%
1968	3%	4%	美联储提高了利率	13.9%	-3.1%

在 1937 年，毫无风险的短期利率为零，而且没有变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而，银行却被要求增加它们与美联储的存款余额，银行的反应是寻求削减它们的贷款。1998 年秋，俄罗斯问题之后紧接着又出现了对冲基金“长期信贷管理”濒临破产的情况，这时贷款人突然变得非常紧张。公司债券的发行成本陡然猛增，而商业抵押市场完全枯竭了。由于有这些情况的帮助，即纽约的美联储发起了从对冲基金中抽资的行动，美联储降低了利率，“范尼梅”（译者按，美国俚语，指联邦全国抵押协会）购买了抵押品，这场危机才得到遏制。然而，如果没有这些官方和半官方的干预，一次股市暴跌很可能在没有通货膨胀上升或利率上涨的情况下发生了。不过，这个泡沫并没有在 1998 年破裂。

在所有以前的泡沫破裂时，高 q 正开始对通货膨胀和信贷产生预期的影响。尽管它们可能因为别的原因而破裂，上涨的通货膨胀是最有可能的导火索，而且它很可能是股市暴跌的充分条件但不是必要条件。我们在第 16 章已经指出，我们无法肯定那根针将在何时刺下来，也无法肯定那将是根何种类型的针。我们惟一能够肯定的是这个泡沫将会破裂。

当泡沫破裂时

不管泡沫破裂的原因可能有什么样的不确定性，它们破裂的后果是显而易见的。所有在 20 世纪出现的泡沫都跟随着严重的经济衰退。由泡沫所引起的大规模的投资和小规模的储蓄突然间颠倒过来。消费和投资的下降造成严重的经济衰退。

通过政策来阻止这样经济衰退性的势力不是直接的方法。从过去的股市暴跌中得出的一个深刻教训是，遭到因泡沫破裂而导致的经济衰退的打击的经济对于利率的降低还没有做好反应的准备。这有两个主要解释。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一个解释在于人们期望值的性质。在本章的前面，我们指出，尽管过低的利率和高 q 对储蓄和投资的影响是一样的，但是它们发挥影响的方式却不同，因为 q 的上升要求人们改变其期望值，而短期利率的下降则无此要求，由于它纯粹是由美联储来决定的。如果预期短期利率的变化要持续下去，那么家家户户就会感到有必要增加他们的储蓄，以弥补他们预期的所有储蓄收益上的损失。[6] 但是，如果预期下降是暂时的，消费者或许会提前购置耐用消费品以便从较低的财务费用中获益。因此，在正常条件下，如果长期收益率的预期上没有很大的变化，利率的下调会鼓励消费。

但是，当期望值发生剧烈的变化时，比如像泡沫破裂时那样，利率的下调对经济刺激的可能性就小得多。q 的下降意味着，尽管短期利率可能在下降，但公司的股票成本实际上却在上升，我们在前文讨论过的高 q 对储蓄和投资的所有影响就会开始显露出来。

一旦泡沫破裂，利率可能只有微弱效力的第二个原因也与在泡沫期间确定的运行机制有关。我们注意到高 q 的一个影响就是它通过增加信贷的可用性来间接降低资本成本。当泡沫破裂时，这个过程就会逆转。银行就会不太愿意贷款给借款人，原因是由于股价下跌，借款人这时变得不那么有钱了。由于银行自己持有的股份价值下跌了，银行也许还希望压缩它们的资产负债表。这个过程通常称之为“信贷紧缩”，它是由欧文·费希尔（Irving Fisher）在 1929 年华尔街暴跌后的一个时期中首次发现。但这一现象在日本过去 10 年的最新经历中也同样明显。

刺激经济的其他政策的效果也令人怀疑。假如允许美元疲软，从原则上讲，专家们可能会受刺激；但是因为其他股市甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至其他经济都有可能受华尔街影响而下跌，实现这个目标也许不会直截了当。那样做的主要目的实际上就是“输出”经济衰退；但是在这样的时刻，没有几个国家会愿意“进口”它。较高的政府支出需要时间来组织，而且，最近日本的经验已经表明，这种做法似乎收效甚微。

历史的教训是清晰而残酷的。泡沫应该避免。过去的结果总是很坏。与那些乐观的看法相反，经济在泡沫破裂后的时期并没有对利率下调或其他刺激手段做出反应。

注解：

1. 经济衰退的正式定义是国民生产总值出现两个季度的负增长，但是季度数据只有在 1945 年以后才可以得到。我们因此只好将整整一个世纪的严重经济衰退用年度数据来进行定义，我们将其定义为年度国民生产总值下降超过 1%。
2. 之所以说令人遗憾是因为这种做法鼓励债务累积，因而造成经济循环的形式更加严峻。
3. 尽管中央银行可以调控短期利率，它们却不能直接控制债券或股市。因此就会出现这样一个明显的情况，即当中央银行在决定短期利率的正确水平时应该考虑债券和股市的水平。然而，这却经常遭到央行的银行家们的拒绝。我们将会在本书的最后一章考虑这个问题。
4. 当然，只有在他们打算卖出他们的股票时才能做到这一点。假如他们打算靠他们的收入生活，那他们就不会有多少改善，因为股息并没有和股票价格同步增长。
5. 但是，我们应该强调，这在如何给股市高峰计时方面并没有提供多少指示。通货膨胀的上涨有时在一段时间内是可见的，但在其他时候又是非常近的事。对于信贷条件，情况就更是这样了。美联储并没有在 1937 年提高短期利率，但是它在提高储备金比率方面的行

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动却引起了银行信贷紧缩。

6. 如果预期短期利率的变化要持续下去，那么其他资产的收益率也一定会相应地变化。如果预期这种变化是暂时的，则其他资产就不必变动。收益率曲线只会在短期端变得陡然下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 32 章　艾伦·格林斯潘的经济结果

政策问题

由于强劲的股市有一种导致通货膨胀的自然趋势，并且因而会被利率的上涨所阻止，所以，声称股市的高涨不会自己消亡，而是被美联储所扼杀的说法近来已变得很时髦。虽然这一说法不是字字都正确，因为美联储在 1906 年或更早时候的泡沫发生时还不存在，因此也就谈不上去扼杀那些泡沫，但是，自那以后，在理论上可以指责美联储使用那根针刺破了那之后的所有泡沫。这个论点是危险的，因为它可能会起到这样的作用，即抑制美联储尽可能早地做出反应来制止通货膨胀和债务累积。我们已经看到，这些就是股市泡沫的危险后果。

估值过高的股市持续得越长，就越有可能酿成通货膨胀，债务累积也就越有可能扩散。这两方面的发展给经济管理带来困难，经济从随后的衰退中得到恢复也因此可能被推迟。所以，那些推迟行动的论点从根本上讲是不负责任的。还有一种强烈得多的论点，那就是，美联储，或其他中央银行在决定适当利率时不应该只看商品和服务的价格，还要看资产的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关注资产价格的情况

赞成美联储在制定利率政策时应该考虑资产价格的有 3 个主要论点。它们是：

- 仅仅在两代人之间关注资产价格才是公平的。
- 资产泡沫是更普遍的通货膨胀的早期预兆。
- 当泡沫破裂时，它们就是严重经济衰退的主要原因。

第一个论点是建立在这样的观点之上的，即对于人民的福利而言，资产价值与商品和服务的价格同样重要。一代投资者之所以能够从股价的上涨中获利是以下一代人为代价的，他们将遭受股价下跌所造成的损失。不过，这一论点通常没有多少说服力，其原因大概是，只是在要帮助那些受损者已为时太晚之后才有足够的人认识到资产价格不会永久地上涨。

第二个与第三个论点是紧密相关的。它们基本上是关于经济管理的，而与试图对两代人公平无关。它们都归结到一个问题上。为了避免一次大的经济衰退而拿一个小的经济衰退去冒险值得吗？

反对关注资产价格的论点

中央银行的银行家，以及任命他们的政治家，都不喜欢在制定利率时考虑资产价格。他们一般会提出一系列他们不应该这样做的理由。但是有一条理由却很少有人提及。那就是它会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在政治上不得人心。

譬如，如果美联储在 1995 年提高了利率，当时股市第一次开始被显著地估值过高了，就很有可能在 1996 年引起一次轻微的经济衰退，但是，这样做也可能就避免了在新千年年初发生的那场真正深度的经济衰退。假如这项选择在全民公决中被付诸表决，大多数人可能会更愿意以一次轻微的经济衰退作代价，来避免一次严重的经济衰退，但也不能肯定就如此。然而，第一个政治问题是，大多数人宁愿相信所有的经济衰退都是不必要的。第二个问题是，那些引起轻微经济衰退的人很可能会在个人前途上蒙受重大损失。他们会因为经济衰退而遭到指责，但他们却不会因为避免一次从未发生的经济大萧条而受到任何称赞。想一想，如果美联储在 1995 年初提高了利率会发生什么倒也有趣。第一，这样做可能会促使克林顿总统不再任命艾伦·格林斯潘为美联储主席；第二，那次轻微的经济衰退可能阻止了克林顿的连任。必须具有卓越的领导能力才能接受这样的风险并试图说服选民接受短痛以换取长期的回报。

因为反对寻求避免资产泡沫的政治势力如此强大，而且大到几乎不堪尽述的程度，所以这些论点一般以不同的方式来表述。

第一条防线通常是声称对市场的过高估值无法计量。我们希望，我们已经使你们确信这个说法是一派胡言。然而，即使它的确无法计量，这个情况对那些像美联储这样的中央银行而言也是缺乏说服力的，因为它们的决策要靠判断。美联储并不会在通货膨胀升降时自动改变利率；它需要运用其判断力。由于艾伦·格林斯潘在股市大大低于目前的水平时曾宣称股市正在被“非理性的繁荣”加油，因此他对于当前股市水平的判断很难说有什么疑问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二条防线是声称因为金融市场的条件所以不适合调整利率。这样做将会制造更加频繁和不必要的经济衰退。根据我们的论证，经济衰退将会更加频繁的论点可能是正确的。但是关于它们是不必要的说法却是一个弱点。令人悲哀的是，很可能经济衰退是一个充满活力与不断增长的经济必不可少的特征。应该加以避免的是由严重的经济衰退所造成的创伤。正如我们所揭示的，严重的经济衰退总是跟在破裂的资产泡沫的恶果之后发生。我们建议，政府和中央银行应该集中更多的精力来避免这类经济衰退，即使这样做真的意味着要冒这样的风险，即轻微的经济衰退会更加频繁地发生。

有时有人主张[7]，这个目标与中央银行的主要作用——维持通货膨胀的稳定性——相冲突。在一定程度上，这个反应也许反映了一种要避免过去所犯错误的（值得称赞的）愿望，当决策者企图运用货币政策来实现实际经济中无法实现的目标时，这种做法不可避免的后果就是通货膨胀急剧上升。但是这些反应有点夸大其辞，而有时则毫不相称。因为如我们所说明的那样，q 的上涨必定会最终引起通货膨胀，因此，从长远来看，稳住 q 总会对稳住通货膨胀的目标[8]有所帮助。

中央银行不应该因为金融市场的条件而调整利率的论点无论如何都缺乏诚意，因为事实上他们就是根据这个来调整利率的。但是仅仅朝一个方向——即向下的方向调整。美联储在1998年末的政策很明显是受到了一种担忧的驱使，即他们担心股票市场有暴跌的危险，就像1987年10月的那次暴跌的余波一样。结果是我们对股票市场采取不对称的办法。美联储已经清楚地表明它将采取行动努力阻止市场下跌，但不阻止它上涨。这当然会导致最危险的情形，在此情形中，美联储的政策使得股票市场看起来几乎成了一场“单向赌博”。美联储的这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种做法实际上是在鼓励谨慎的央行的银行家们应该竭力避免的情形。

反对进行干预以防止产生资产泡沫的最后一个论点是，在专家管理经济的现代世界中，官方行动可以迅速发挥作用来抵消任何经济衰退的发作，因此，对经济衰退的恐惧不应该影响到政策。甚至，联邦储备委员会的前副主席，艾伦·布林德（Alan Blinder）毫不迟疑地表达了这种信心，他近来声称：

如果让美国经济陷入一场重大的经济衰退，更不用说是经济大萧条，那些重要的决策者们肯定是丧失理智了。

时间会告诉人们，布林德教授的信心证明是值得赞美还是有勇无谋。[9] 历史证据，无论是美国的还是最近日本的，都表明这种信心是虚幻的。我们在前一章已经看到，在一个泡沫破裂后的经济条件下，无论是利率的调整还是其他的政策刺激，都不可能产生很大作用，甚至连一点作用也不会产生。我们因此怀疑以下做法是否将证明是可能的，即采取足够迅速而有力的行动来阻止新千年在美国酝酿的一场严重的经济衰退。

注解：

7. 例如，在两位学者本·伯纳克与马克·葛特勒的著作中以及关于这个问题的最近一次杰克逊·霍尔会议上。英格兰银行的首席经济学家，约翰·维克尔斯，最近在牛津召开的一次会议上向理论经济学家们作演讲时也发表了类似的看法。
8. 从短期来看，也许会有一个冲突的因素，即使在这时，从长远来看，也有大量的证据表明中央银行的银行家们并不把通货膨胀的稳定性看做是绝对重要的事情。如果他们重视通货膨胀的稳定性，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么通过更加频繁和更加积极地调整利率，他们几乎肯定能够实现的通货膨胀的稳定性比他们目前所实现的要稳定得多。实际上，中央银行的银行家们并没有这样做，这反映出一种十分理智的（假如不是总是得到公认的）认识，即这些政策所引起的代价或许要大于更加稳定的通货膨胀所产生的利益。因为忽视资产泡沫的代价很严重，这一点我们已经看到，因此，中央银行的银行家们考虑这些因素也就显得绝对合理，即使以从短期来看更加稳定一点的通货膨胀为代价。

9. 我们忍不住想说这是一个“双眼瞎领着单眼瞎”的情况［译者注：作为人名的 Blinder 也可以看成是 blind（失明的）的比较级］。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者后记

一提起华尔街,几乎无人不晓,这条享誉美国、驰名世界的街道位于美国纽约市曼哈顿区的南部,是美国一些主要金融机构的所在地。这里汇集着纽约证券交易所、美国证券交易所、投资银行、信托公司、联邦储备银行、各公用事业和保险公司的总部以及棉花、咖啡、糖、可可等商品交易所。华尔街是金融和投资高度集中的象征,是反映美国乃至全球经济状况的晴雨表。

《华尔街价值投资》一书依据大量详实的历史资料说明当今的股票市场大有估价过高之嫌，容易使投资者蒙受历史上最大的财政风险。该书信息量大，论据充分，推理缜密。面对当今流行的股市欣快症，该书高瞻远瞩，娓娓道来，以极具说服力的方式告诫人们风险总是与回报如影相随，提醒人们如何正确估价股市，面对高估的股市怎样保持清醒的头脑，作出理智的决断，该进则进，该退则退，以较低的风险获取长期的最佳回报。因此也可以说，这是一本投资理财的教科书。

该书的问世顺应时代潮流，在当今股市出现欣快症之时，它指点迷津，值得人们认真捧读。它有助于人们透彻而全面地了解股市，把握股市的脉搏。对于那些希望改善投资业绩的人士，更是大有裨益。

在该书的翻译过程中，我们得到了魏一民、陈家林等朋友的大力支持，在此深表谢意。

顾卫红　叶建云

2000 年 11 月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安德鲁·史密瑟斯

创立了史密瑟斯股份有限公司，为80家世界最大的基金管理公司提供以经济学为主的资产分配咨询。他是伦敦《黄昏标准》和东京《日经新闻市场观察》的专栏作家。他的文章定期被许多出版物引用，如《纽约时报》、《大亨》、《福布斯》、《经济学家》、《独立者》和《金融时报》等。

史蒂芬·赖特

在英国银行工作多年，负责宏观经济预测，并对该银行的季度性英国经济模式进行维护与发展。目前，他在剑桥大学从事教学与研究。他对股市所作的研究在学术界内外引起广泛兴趣。本书也大量引用了他的研究成果。

封面装帧 ■ 第叁工作室

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

VALUING WALL STREET

《华尔街价值投资》这本书信息量大，尤其对那些希望改善投资业绩的人士大有裨益。该书问世适应时代潮流，在当今市场出现欣快症之时更值得细细品味。

——亨利·考夫曼，亨利·考夫曼公司总裁

◆ 本书通俗易懂，可读性强，它的可贵之处就是把詹姆斯·托宾的q概念进行透彻、直接并富有逻辑性地诠释，证明了为什么辉煌的过去不但不是永远高之又高的股市估价的序曲，相反，它可能是将来回报更少，甚至发生更为糟糕的突然逆转的原因所在。

——查尔斯·埃利斯，格林威治协会执行股东

◆ 安德鲁·史密瑟斯是当今世界上五位最杰出、最公正和最博学的分析家之一。这是一本值得反复阅读、细细咀嚼的书。

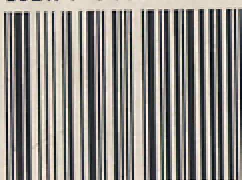
——巴顿·比格斯，全球投资战略家，摩根斯坦利大学资深院长

◆ 预测市场运动规律需要有胆识的人，而安德鲁·史密瑟斯和史蒂芬·赖特就是纽约证券交易所的卡珊德拉（预卜吉凶的人）。凭借q（股市价格与潜在的资本价值之比）这一分析武器，他们预言纽约证券交易所将面临严重的股市暴跌。他们的案例研究清晰可辨，极具说服力，投资者应该仔细阅读，以便保持警惕。

——查尔斯·古德哈特教授，英国银行货币政策委员会

◆ 安德鲁·史密瑟斯和史蒂芬·赖特提出了一个强有力的经济论点，即纽约的股市“不切实际地估价过高”，其股票处于“荒诞的水平”，他们用诺贝尔奖得主詹姆斯·托宾的q对其加以计算，即股票价格与公司资本净值之比，约为2.5倍。

——查尔斯·金德尔伯格教授，麻省理工学院


ISBN 7-5443-0141-9
9 787544 301411 >
ISBN 7-5443-0141-9/F · 23
定价：24.80元